

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LA
CRISE AMÉRICAINE

DE 1907

ESSAI D'HISTOIRE FINANCIÈRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

Présentée et soutenue le lundi 20 juin 1910, à 3 heures

PAR

Robert MANCERON

Président : M. TRUCHY.

Suffragants : { MM. DESCHAMPS, }
 SOUCHON, } *professeurs*

PARIS

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1910



Digitized by the Internet Archive
in 2026

THÈSE
POUR LE DOCTORAT

La Faculté n'entend donner aucune approbation ni improbation aux opinions émises dans les thèses ; ces opinions doivent être considérées comme propres à leurs auteurs.

UNIVERSITÉ DE PARIS. — FACULTÉ DE DROIT

LA
CRISE AMÉRICAINE

DE 1907

ESSAI D'HISTOIRE FINANCIÈRE

THÈSE POUR LE DOCTORAT

L'ACTE PUBLIC SUR LES MATIÈRES CI-APRÈS

Sera soutenu le lundi 20 juin 1910, à 3 heures

PAR

Robert MANCERON



Président : M. TRUCHY.

Suffragants : { MM. DESCHAMPS, }
 SOUCHON, } *professeurs*

PARIS

ARTHUR ROUSSEAU, ÉDITEUR

14, RUE SOUFFLOT ET RUE TOULLIER, 13

1910

BIBLIOGRAPHIE

Citons comme sources principales de cet essai :

The New-York Herald, septembre-décembre 1907.

Le Bulletin financier du « Times ».

Le Journal de Genève.

Le Temps.

Le Journal des Debats.

The Economist.

The Statist.

The Financial Chronicle.

The North American Review, etc.

A United Reserve Bank of the United States, by Paul Warburg (Publications of the Academy of Political Science, New-York, 1910).

Les documents officiels publiés par le gouvernement des Etats-Unis.

Pour l'histoire des finances américaines avant 1907, mentionnons :

The Financial History of the United States, by Davis Rich. Dewey.

A History of banking in the United States, by William Graham Sumner (New-York, 1896), etc.

LA CRISE AMÉRICAINE DE 1907

INTRODUCTION

L'objet de cette étude est l'analyse des indices et des phases de troubles financiers dont les manifestations ont été violentes et les conséquences presque universelles.

Nous voulons décrire une période économique formant un cycle presque complet : une crise révélée par des faits graves, par une panique et des faillites, ainsi que par une dépression continue ; puis un temps de repos, de moindre production industrielle, de bénéfices peu considérables ; enfin une reprise générale de ce qu'on nomme simplement « les affaires ».

Nous chercherons dans quelle mesure on a pu vérifier en ces circonstances la solidarité des marchés financiers du monde.

Nous constaterons que ces paniques, au contraire de celles d'autrefois, sont des crises de surproduction et de

confiance exagérée, mais n'ont pas le caractère fatal que K. Marx et les socialistes marxistes leur attribuaient. Elles deviennent plus fréquentes, aux États-Unis surtout, où elles se conforment à un type assez déterminé, mais leurs solutions semblent relativement faciles et elles deviennent des accidents presque normaux dans l'activité générale.

Nous croyons plus intéressant de considérer aussi le lendemain financier de cet automne de 1907, que de rechercher trop longuement les causes de cette crise souvent étudiée (1).

Mais nous avons l'intention de faire un travail de critique comportant des conclusions et l'application de quelques principes généraux à l'observation de faits contemporains. C'est pourquoi nous examinerons si l'on pouvait prévoir le déroulement de ces trois périodes distinctes et nous constaterons si, en fait, on les avait prévues.

Toute branche des connaissances positives doit, en effet, s'efforcer de prévoir. On sait comment les sciences physiques parviennent à ce but ; on sait aussi comment les sciences morales et les sciences dites politiques espèrent y parvenir et souvent n'y parviennent pas. Il n'est pas nécessaire ici d'en citer quelques exemples : erreurs de législateurs sur les conséquences

(1) Nous croyons d'autre part anti-scientifique une énumération limitative des causes de la crise. Celle-ci provient d'éléments économiques et financiers peu définis, de quelques facteurs psychologiques, enfin de circonstances très générales et très complexes.

financières d'une loi ou l'avenir économique d'une découverte, d'une conquête territoriale, d'un état de choses nouveau ; erreurs d'hommes d'Etat sur l'orientation politique d'une nation ; erreurs de diplomates et faux calculs des ministres, les mieux informés. L'événement du lendemain dément généralement tous les raisonnements de la veille et ceux-là mêmes qui sont les mieux fondés sur tous les précédents historiques : on pourrait se distraire longtemps au jeu amusant et facile des prévisions déçues.

Mais cette confiance est, croyons-nous, plus justifiée pour une autre partie, concrète aussi, de ces connaissances complexes, pour la branche très pratique de l'économie politique qui étudie le mouvement des prix et les finances privées.

On peut, et nous l'affirmerons avec un certain dogmatisme, dire la tendance actuelle du taux de l'intérêt et de l'escompte, prévoir une reprise des affaires, constater la solution définitive d'une crise.

Ecoutons, par exemple, avec quel ton absolu des écrivains anglais, MM. Davies et Hailey, à tort ou à raison, prophétisent : « Le gain sur les affaires maritimes sera plus élevé en 1910 qu'en 1908 et 1909. » « La demande pour les étoffes de coton sera plus importante. » « Les actions de chemins de fer américains continueront à monter (1) », etc. Sans doute, il serait

« (1) Business prospects for 1910 « (*The business statistics publishing company*, Cardiff).

aussi imprudent d'annoncer aujourd'hui quel sera dans deux ans le taux d'escompte à la banque d'Angleterre que, comme quelques-uns se le permettent, de prédire la pluie et le beau temps à un an d'intervalle. Il faut être prudent en affirmant le retour périodique de certains faits. Selon M. St. Jevons qui établissait une coïncidence entre les taches solaires et les crises économiques, celles-ci se reproduiraient tous les dix ans environ. Stuart Mill et Karl Marx ont paru admettre pour des raisons différentes cette périodicité décennale. Or, entre les crises de 1806, 1817, 1825-27, 1836-37, 1847, 1857, 1866, et celle de 1907, il y eut, en outre, celles de 1873, 1882, 1890-93, beaucoup moins conformes à la règle.

Cette idée de périodicité n'est d'ailleurs pas nouvelle. Wade à Londres en 1833, Wilson en 1840, Rodbertus en 1842, Fullarton (1844), Coquelin (1848), Courcelle-Seneuil (1858), Jourdan (1879), etc., avaient déjà écrit sur ce sujet devenu classique. Avant eux, Sir William Petty dans *Treatises on taxes and contributions* avait parlé en 1662 du cycle de sept années pendant lequel la disette et l'abondance accomplissaient leur révolution.

Evidemment ces auteurs n'adoptaient une formule aussi précise que parce qu'ils lui croyaient un fondement naturel. Hyde Clarke, en 1847, écrivait dans le *Railway Register* un article intitulé « Economie physique. Enquête préliminaire sur les lois physiques

gouvernant les périodes de famine et de panique ». Et sous ce titre suggestif, il déclarait que la périodicité des crises devait posséder une base physique.

Un Français, un certain Briaune, cité par le professeur allemand Eugen von Bergmann (1) (l'érudition germanique excelle à tirer de l'oubli des écrivains étrangers très peu prophètes en leur pays), écrivait en parlant des sept (2) bonnes et des sept néfastes années dont fait mention la Bible : « Si cette périodicité existait en Egypte, elle existe partout, car la nature même de la loi est d'être générale en variant d'initiale suivant les climats. » Et après avoir cité ou imaginé le prix des céréales depuis 1693 jusqu'au milieu du XIX^e siècle, il concluait : « En présence de faits aussi précis (?), il faut donc reconnaître que le succès des récoltes dépend d'une fécondité atmosphérique dont la révolution s'opère en quatorze années, fécondité qui se répartit avec plus ou moins d'abondance dans une moitié de cette période et se refuse plus ou moins à l'autre » (3).

Pour en revenir à l'Amérique, rappelons qu'un lac des Etats-Unis dont le niveau monte ou s'abaisse selon

(1) *Geschichte der Nationalökonomischen Krisentheorien*, Stuttgart 1895.

(2) Cf. *Edinburgh Review*, janvier 1910 : « Industrial expansion is not uniform ; seven fat years are followed by seven lean years, Which again give way to fat years...,etc. » A propos d'un livre de M. H. Beveridge.

(3) Briaune, *Des crises commerciales, de leurs causes et de leurs misères*, Paris, 1840.

les pluies tombées, a été avec quelque exagération considéré comme un baromètre du crédit américain.

Mais ces opinions sont beaucoup trop absolues parce qu'elles reposent sur une confusion d'idées et une conception trop simpliste. Nous ne les avons mentionnées que pour séparer la notion de crises dues seulement à l'état de la production, du point de vue surtout financier, plus complexe et plus moderne, auquel nous voulons nous placer.

Il nous est d'ailleurs facile de prouver le caractère surtout financier de la crise de 1907. Elle ne fut pas causée par un enrichissement subit, comme la crise de 1873 en Allemagne, due partiellement à l'indemnité de guerre que la bourse crut inépuisable. Elle ne fut pas la conséquence d'une destruction de capitaux, d'une catastrophe comme celles de Valparaiso ou de San Francisco (1). On hésite à dire que ce fut une crise monétaire, car ces mots ont été employés dans le sens de dépréciation de la monnaie — et celle des Etats-Unis est excellente — ou dans le sens de dépréciation d'une circulation fiduciaire ; or les « greenbacks », trop rares, n'ont été dépréciés à aucun moment pendant la période qui nous occupe. Ce ne fut pas non plus une répercussion dans les finances privées, des difficultés du Trésor public, comme certaine gêne en Angleterre pendant

(1) On a fait remarquer que le grand incendie de New-York, datant de 1857, celui de Chicago de 1871 et la catastrophe de San Francisco de 1905 ont précédé de deux années des paniques financières, mais cela n'a guère que la valeur d'une coïncidence.

la guerre anglo-boer de 1899. Il n'y eut pas davantage de crise agricole. Le blé et le coton (1), les deux principaux produits de l'Amérique du Nord, étaient cotés plus haut en octobre 1907 que l'année précédente. Les récoltes ne furent pas déficitaires ainsi qu'en Irlande avant la crise de 1847.

Cependant cette ancienne explication des maux économiques a encore été soutenue, et nous avons lu avec étonnement dans une « Chronique » de la *Fornightly Review* :

« Les rapports du département de l'agriculture montrent que les récoltes américaines pour cette année, quoique belles, se chiffrent par quelques centaines de millions de boisseaux en moins que l'an dernier ou l'année précédente. Or l'industrie et les transports s'équipaient pour un maximum d'activité, voilà pourquoi la réaction actuelle était inévitable. Des corps d'armées entiers d'ouvriers européens seront licenciés parce qu'on a récolté seulement six boisseaux de blé aux États-Unis, là où l'on en avait recueilli sept précédemment. »

Cette opinion nous semble contraire aux faits. Dans un document officiel minutieusement rédigé comme toutes les statistiques de ce pays, on trouve que les

(1) En janvier 1910, le marché des cotons de New-York a été démolé par la plus forte baisse qui se soit produite depuis la campagne du spéculateur Sully. New-York a subi une baisse de 96 points et la Nouvelle-Orléans de 116 points, or cela n'entraîna aucune panique financière.

exportations de blé, plus intéressantes à considérer que la production pour les Etats-Unis, ont atteint :

En 1907	91.383.648	boisseaux valant	86.089.946	§
— 1906	62.850.984	—	49.158.650	§
— 1905	20.738.635	—	17.134.957	§(1)

Toutes les paniques américaines sont conformes à ce modèle de crise éclatant en pleine prospérité économique.

Il y eut en 1907 un ébranlement progressif du crédit privé et cela ne causa pas seulement des incidents dans la vie financière de Wall Street. Les variations de Bourse sont plus violentes là-bas qu'en Europe ; nous en dirons plus tard les causes. Les sujets du président Roosevelt purent se vanter d'avoir une belle crise, *a big panic*, une panique *colossale*, disaient les Allemands.

Comme nous l'a écrit un économiste américain, M. Alexander D. Noyes, que nous remercions vivement de son opinion ainsi que M. le Professeur C. J. Bullock, de Cambridge (Massachusetts) et quelques autres autorités étrangères, « la panique de 1907 dans la plupart de ses manifestations immédiates fut plus violente que

(1) *The Monthly summary of commerce and finance of the United States*, 1907. Au pair du change, 1 § = 5 fr. 48. Si l'on ne considère que les mois de 1907 antérieurs au mois d'octobre, c'est-à-dire ceux pendant lesquels doit être cherchée la genèse de la panique, on trouve :

Expéditions de blé :

Janvier-octobre 1907	59.777.421	boisseaux valant	54.032.534	dollars
— 1906	46.835.407	—	36.945.327	—
— 1905	8.560.460	—	7.082.213	—

toutes celles qui l'ont précédée ». M. John D. Rockefeller a dit aussi que, « bien qu'il ait été témoin de toutes les autres crises depuis 1837, celle de 1907 fut, d'après lui, la plus terrifiante de toutes ».

Or cette perturbation générale, cet ébranlement du crédit furent dus à des motifs assez superficiels, à la spéculation, à des incidents de Bourse. Nous voilà donc bien loin du rythme des bonnes et infructueuses récoltes et des lois physiques qu'on voulait découvrir comme le fondement de toutes les crises économiques.

Nous concluons alors qu'on ne peut fixer une date à l'avènement des crises lointaines comme au retour de la comète de Halley. Mais il y a un grand nombre de faits connexes : marchés des capitaux disponibles, taux des reports, cours des fonds d'Etat, taux de l'escompte, mouvements du portefeuille commercial, variations des changes, proportion de l'encaisse et des dépôts bancaires, qui constituent des éléments certains, pouvant servir de base à des prévisions que, empressons-nous de le répéter, il ne faut pas faire à trop long terme.

Ce qui est dangereux, en effet, c'est non seulement de ne pouvoir pas prévoir avec une complète précision l'étendue, la durée d'une variation des prix, mais c'est surtout, peut-être, de croire que l'on peut dans ce domaine prévoir quelque chose avec certitude.

Nous n'avons certes pas l'intention de faire ici des pronostics de Bourse, mais nous croyons intéressant

d'étudier le jeu de la spéculation pendant la période que nous avons choisie, le point de départ, l'évolution et les résultats actuels de cette période et les moyens de constater le sens de ces importantes variations.

Voilà un travail *à posteriori* et qui paraîtra bien facile. Nous disons sans cesse, en commentant des faits : « C'était évident, cela ne pouvait se produire autrement » ; nous le disons après la survenance même des événements que nous pouvions le moins prévoir. Tout semble naturel et logique après réalisation. Un simple travail de description peut donc paraître, après tant d'autres, fastidieux et aisé.

Des obstacles proviennent cependant, d'abord de la difficulté d'évaluer un phénomène continu et progressif. Quel est exactement le point culminant d'une crise ? Quand commence et finit une période de hausse ? Quand se dessine une reprise des affaires ? Les boursiers passent leur vie entière à se le demander.

Puis, demandera-t-on, reprise de quelles affaires, interruption de quelles industries ? Pendant que les commandes adressées aux métallurgistes diminuent parce qu'un marché saturé ne demande plus ni rails ni tubes d'acier ; pendant que la situation des usines devient précaire, celle des banques, lorsqu'elles possèdent une solide encaisse, est souvent moins atteinte parce qu'elles exigent un loyer plus élevé pour leurs escomptes et pour leurs prêts.

Hausse et baisse de quoi ? peut-on encore demander.

Certaines valeurs dans une Bourse, malgré la solidarité des titres mobiliers, ne paraissent nullement influencées par le reste de la cote, parce que des motifs exceptionnels justifient leur faveur, leur « lancement ». Nous verrons cependant que si elles montent, alors que tout baisse, elles monteraient encore davantage si tout montait, et il y a des mouvements généraux dus à des causes générales. Ce sont ces causes mêmes que nous voulons analyser.

Pour cela, nous prenons un exemple particulier, tiré de faits récents et qui durent encore, ce qui rend plus difficile peut-être leur examen ; mais cet examen est un travail pratique et attrayant, puisque si nous croyons Sir Arthur Balfour, « la finance est le problème de notre temps ».

CHAPITRE PREMIER

L'ACTIVITÉ ÉCONOMIQUE AVANT LA CRISE.

L'intensité du commerce et l'activité industrielle en 1906-1907. — Exagération des émissions de titres aux Etats-Unis. — Pouvait-on prédire la crise ? — Les pronostics des financiers.

Après les déceptions causées dans le monde industriel par les résultats de l'exposition de 1900, les affaires commerciales redevinrent progressivement très actives. Les capitaux se raréfiaient peu à peu. On constatait depuis 1903 un renchérissement continu des prix. Les « index numbers » de l'*Economist* anglais, chiffres globaux résumant le prix des matières premières, donnaient :

au milieu de 1897.		1.885
à la fin — 1904.		2.136
en juin 1907.		2.601

Aux Etats-Unis, d'après Dun et Bradstreet, on n'avait auparavant jamais observé des prix aussi hauts qu'au mois de juin 1907 (Ils dépassaient alors de 50 0/0 ceux de 1906).

Le portefeuille commercial des banques s'enflait. La circulation des billets de banque, malgré, les entraves

législatives, avait été doublée, aux Etats-Unis, depuis 1900.

	Bank-notes Francs
1900	1.548.200.000
1901	1.768.710.000
1902	1.783.360.000
1903	2.068.350.000
1904	2.246.175.000
1905	2.479.945.000
1906	2.744.415.000
1907	3.018.940.000

Le commerce extérieur de tous les Etats en 1906 se développait beaucoup.

La circulation des marchandises, la navigation océanique étaient intenses. Les recettes des chemins de fer anglais atteignaient :

en 1905	413.531.000 £
1906	417.228.000

On manqua de wagons pendant l'année 1906, aux Etats-Unis (1), en France (2), en Italie, en Belgique.

(1) Malgré toutes les souscriptions d'obligations, les railways américains ne pouvaient se procurer la moitié des capitaux nécessaires pour proportionner leur matériel à leur transit.

Celui-ci s'élevait :

en 1890 à 0,8 cent milliards de tonnes pour	1,4 million de wagons
1900 à 1,4	— — 1,4 —
1905 à 1,9	— — 1,8 —

Le trafic était aussi important pour l'année 1906 que pour l'ensemble de dix années il y a soixante ans. Dans 23 stations du Great Northern plus de deux millions de boisseaux de blé ne pouvaient être transportés.

(2) Mais nous devons ajouter qu'en France (septembre 1906), dans une région desservie sinon mal servie par le réseau de l'Etat, on ne pou-

Des commandes abondantes encourageaient partout l'esprit d'entreprise. Les émissions de titres étaient multipliées. Aux Etats-Unis, le montant des obligations nouvelles atteignait \$ 872 millions, alors que pendant l'extraordinaire période d'émissions 1900-1901, ce chiffre ne s'était élevé qu'à \$ 367 millions. Deux lignes associées, le Great Northern et le Northern Pacific émirent en une seule année pour 750 millions de francs de titres nouveaux. La Compagnie de Pennsylvania doubla presque son capital. Beaucoup de sociétés préféraient accroître leur passif que réduire leurs dividendes, politique dangereuse, mais qui ne doit pas étonner, l'attrait du péril étant le meilleur stimulant des capitalistes américains. Par exemple, dans les pays anglo-saxons, pour rendre plus séduisantes les nouvelles obligations, on les déclare à revenu variable ou l'on stipule qu'elles seront à toute époque échangeables contre des actions.

Pour la même raison les actions privilégiées (*preferred*) obtiennent un succès beaucoup moins vif que les actions ordinaires qui ne reçoivent généralement aucun dividende, mais qui en recevraient un considérable si, à une époque problématique, elles pouvaient être rému-

vait se procurer des fûts vides à l'époque des vendanges, le chemin de fer n'apportant pas ceux qui étaient commandés. Quant à l'Etat Belge, il suspendait tranquillement pendant quarante-huit heures le transport et l'acceptation des marchandises dirigées par les frontières de Sterpenich, Athus, Ronchamps et Lamorteau. Ces faits prouvent l'activité commerciale avant la crise de 1907.

nées (Quelquefois cependant, pour élever le cours des actions données en apport aux promoteurs d'une affaire, ceux-ci déclarent un dividende fictif, comme ce président d'un conseil d'administration qui disait autrefois à ses collègues. « Messieurs, fixons d'abord le dividende ; nous examinerons les comptes ensuite afin de ne pas nous laisser influencer par eux »). Des sociétés fantaisistes attirent les capitaux par tous les moyens possibles. Un des procédés les plus usuels consiste à n'exiger des souscripteurs qu'une fraction de la valeur nominale des actions souscrites (1). On procure aussi aux compagnies récentes le patronage d'entreprises analogues, mais déjà constituées et de banques estimées depuis longtemps. Dans toutes les périodes antérieures aux crises, on a constaté une pareille fièvre d'émission. A Berlin, après la guerre de 1871, la spéculation développa excessivement les sociétés immobilières et les entreprises industrielles. « Une ruine était transformée en fabrique de machines, un vieux moulin en société par actions des moulins réunis. » La panique de 1873 en résulta. Aux Etats-Unis, avant les crises de 1837 et 1873, les importations excédaient beaucoup les exportations, et les étrangers, pour se payer, au lieu de retirer l'or d'Amérique, le plaçaient en obligations des

(1) Pour attirer les capitaux, quelques sociétés américaines et autres ont annoncé qu'elles payeraient tous impôts présents et futurs incombant aux arrérages. Des capitalistes français ont souscrit leurs titres avec empressement sans s'apercevoir que leurs risques étaient plus grands que ceux auxquels les exposaient les propositions de M. Caillaux.

chemins de fer, de l'Etat et des villes. « L'étranger, a écrit Shepard, prit en paiement non seulement nos produits défectueux, mais aussi une part de nos placements, ou plutôt de nos spéculations. Ainsi notre bonne fortune enflamma même la froide imagination des Européens. Ils nous aidèrent à nous habiller et nourrir pour nous permettre de jouer avec la lampe d'Aladin. » Les arrérages des emprunts contractés par les Etats et surtout les chemins de fer avant la panique de 1873 exigeaient le paiement à l'Europe d'une dette annuelle de 100 millions de dollars.

Les appels de capitaux n'étaient pas moindres avant les événements de 1907. En outre des émissions de railways qui, comme en 1873, devaient causer au Stock Exchange un moment d'effroi, les industries privées étaient, sans garanties, transformées en « Joint stock companies », « The mania to put together competing interest spread to every hamlet where there was a mill or factory. » On émettait parfois plus de titres que ne l'exigeaient les travaux à exécuter. « L'absence de réserves distinctes, les innombrables souscriptions de nouveaux titres en échange d'une promesse de bonne volonté ; les efforts pour persuader le public que cette bonne volonté serait vite convertie en profits considérables, ce sont, a dit Ch. Conant, des traits communs à toutes les époques d'inflation, mais ils furent en 1907 portés à un degré rare de variété et d'ingéniosité. » « Une escroquerie, écrivait un Américain, est trop sou-

vent considérée ici comme une affaire. » Business ! Business ! Voilà la fin tyrannique qui paraissait justifier tous les moyens. « C'était une affaire commerciale », répondent en Europe aussi, des banquiers traduits au tribunal correctionnel.

Malgré toutes ces manœuvres, malgré les efforts des « bond houses », ces banques de placements qui sont une des spécialités des Etats-Unis, le classement de tous ces « bonds » et ces « shares » fut plutôt laborieux.

La dette de quelques cités américaines s'accroissait dangereusement (1).

Ces émissions concordaient avec une hausse de Bourse, mais *dès que la hausse cesserait*, devaient accen-tuer la tension monétaire. Or la hausse, comme la baisse, a des limites naturelles.

Supposons une avance du prix des blés résultant de la spéculation. Les haussiers enhardis par leur succès se croient les maîtres du marché et veulent parfaire leurs tentatives d'acaparement. Ils oublient que les agriculteurs excités aussi par ces hauts prix ont semé plus de blé pour la prochaine récolte. L'abondance de celle-ci détruit inexorablement les ententes et les plans les mieux concertés.

Les valeurs mobilières obéissent à la même règle.

	1899	1909
(1) New-York.	244.220.430	672.019.244
Philadelphie	36.380.082	79.635.020
Boston	55.084.172	74.099.388
Cincinnati.	25.169 532	29.242.667

Sans doute, on ne fait pas jaillir aussi aisément du sol des usines d'électricité ou des entreprises métallurgiques que du sucre ou des céréales ; mais il arrive un moment où les cours ne correspondent plus aux bénéfices, intérêts et dividendes.

On se dit : l'action qui a monté régulièrement de quelques points par semaine conservera bien ses bonnes tendances jusqu'à la prochaine liquidation et j'aurai encore le temps de réaliser un bénéfice. On se dépêche d'acheter une valeur que ses hausses successives ont déjà compromise.

Ce fâcheux raisonnement, qui faisait les financiers et agioteurs Parisiens et provinciaux s'entasser dans la rue Quincampoix au temps de la fortune de Law, et placer tous leurs capitaux en actions quand F. Ponsard écrivait sa comédie intitulée « *La Bourse* », qui portait plus tard (avant la faillite de l'Union générale) les actions de toutes les banques à des cours exagérés, ce raisonnement, cette illusion plutôt, sera celle des spéculateurs de tous les temps.

Dans une œuvre de fiction, un roman américain (1), écrit dans le style énergique des écrivains d'Outre-Mer, un spéculateur de Chicago qui avait gagné des millions à la baisse change brusquement de tactique sous la notion, intuitive, indéfinie, mais invincible que l'atmosphère économique se modifie, que les tendances actuel-

(1) *The Pit*, by Frank Morris (Tauchnitz Edition ou Nelson's Library).

les seront bientôt interverties ; et le baissier, le « bear » sournois, devient un « bulk », un « taureau » ; changement de politique aussi radical que celui d'un tory qui deviendrait un whig.

Mais les Astor, les Gould, les Patten, les Green, les Russel Sage ne s'estiment jamais assez riches.

A la fin du roman, comme on le prévoit, ce fin combineur, capté par son ambition immodérée, aveugle d'accaparer tout le blé du monde dans un « corner », ce taureau ferme les paupières sur les indices irréfutables qui devraient une seconde fois modifier son jeu et il est entraîné fatalement dans la ruine.

L'industrie, en 1907, cherchait à emprunter une somme à peu près double de celle dont disposaient les Américains (1), et comme ces exagérations du crédit étaient seulement plus fortes aux Etats-Unis qu'ailleurs, on peut résumer cette situation, en disant qu'on développait alors toutes les entreprises au delà des économies mondiales.

Ces indices étaient-ils suffisants pour permettre une prévision exacte des événements survenus plus tard ? Nous devons discerner dans ces faits la part du hasard, c'est-à-dire de causes plus infimes et plus enchevêtrées que celles susceptibles d'une analyse. Cette part de contingence, nous la trouvons peut-être dans la simul-

(1) La difficulté de vendre des obligations devint si grande que les compagnies furent obligées un peu avant la crise d'émettre pour leurs dépenses urgentes des bons à court terme.

tanéité des besoins d'or au Brésil, à cause d'une réforme de l'émission, à Hambourg où il y eut quelques faillites retentissantes, en Italie et surtout en Egypte.

Il était difficile aussi de prédire dans quelle mesure l'abondance des moissons nécessiterait des capitaux pour leur engrangement et leur récolte après l'été de 1907 (ce sont aussi, d'ailleurs, ces copieuses récoltes qui à l'époque de leur paiement ont causé ou aidé une liquidation de la gêne financière, plus aisée qu'on ne le prévoyait).

Voilà peut-être un concours de circonstances dû au hasard. Le reste, selon nous, est parfaitement enchaîné.

Le moment est venu, en effet, où nous devons répondre à cette question soulevée dans notre Introduction : a-t-on prévu la crise américaine de 1907 ?

Les hypothèses formulées au commencement de 1907 étaient diverses. Les unes attestaient trop de confiance, les autres étaient trop pessimistes, car il faut remarquer que si une crise s'est produite, du moins les établissements de crédit y ont généralement résisté.

« Le nuage orageux de si mauvais augure qui s'élaborait au-dessus du Stock Exchange paraît se dissoudre », télégraphiait de Londres, le 28 septembre, le correspondant du *Herald*.

On lisait aussi dans le *Statist* du 28 septembre 1907 :

« Nous notons d'abord que depuis l'automne de 1895 nous n'avons jamais eu d'aussi bonnes raisons de croire à l'entrée dans une période de profonde paix.

Nous avons tissé un réseau d'alliances, d'ententes, d'accords et d'amitiés qui ne s'était encore jamais vu... Tel est le premier et le plus sérieux argument en faveur d'une amélioration qui se produira bientôt. Le second argument est que l'adaptation des prix aux nouvelles conditions économiques du monde est, actuellement, sinon achevée, du moins presque complète. Selon nous un grand nombre de prix ont été trop abaissés. Il est possible, de fait, que quelques prix soient encore trop hauts ; mais, dans l'ensemble, l'alarme causée par une longue liquidation a porté la plupart des prix trop bas. Après cette chute excessive, il y aura un relèvement. » L'écoulement des prix un mois plus tard devait donner un cruel démenti à ces commentaires optimistes.

Quelques financiers cependant, même aux Etats-Unis, annoncèrent assez nettement la panique prochaine. Si les représentants des « banques nationales » réunis dans un congrès à Atlantic-City déclaraient superbement à la fin de septembre la situation financière plus solide qu'à l'automne précédent, par contre, dès les premiers jours de 1906, l'intérêt du « call money » atteignant alors 60 0/0 à Wall Street, un Américain, M. Jacob Schiff, avait dit que si l'on ne réformait le système d'émission rendant seul possibles ces taux exagérés, l'on aurait dans ce pays « une panique en comparaison de laquelle les trois crises précédentes paraîtraient des jeux d'enfant ».

En Angleterre, M. Cornelis Rozenraad disait le 6 mars

1907 au « London Institute of bankers » que par les demandes d'or aux Etats-Unis, en Egypte, dans la République Argentine et au Brésil s'ajoutant aux nécessités d'un commerce croissant, la situation des banques d'émission ne cessait d'être affaiblie. La diminution de leurs réserves métalliques avait été, pensait-il, seulement retardée par les quantités d'or expédiées du Transvaal, de l'Australie, etc.

Le professeur Jul. Wolf, écrivant dans la *Neue Freie Presse* des conjectures motivées constatait aussi, le « resserrement » de l'argent, en Amérique et en Allemagne, et l'insuffisance, malgré les billets de banque, de la monnaie frappée. « La situation du marché monétaire, disait-il, est certainement difficile et en connexion avec celle-ci, la situation des bourses ne l'est pas moins. » Mais les probabilités de bonnes récoltes en Amérique le faisaient conclure qu'aucune véritable crise n'approchait (1).

(1) Will man die Lage des Geldmarktes eine Kalamität nennen, so wird diese allerdings allem Anschein nach noch länger bestehen bleiben. Aber eine Kalamität ist kein Zusammenbruch, ist keine « Krise ». Was aber die Frage des « Wie lange noch » ? betrifft, so werden in erster Linie wie bisher die Ernten die Situation entscheiden, der Hinweis auf sie muss das « caeterum censei » des Volkswirtessein. Die Ernten dieses Jahres lassen sich, soweit in diesem frühen Zeitpunkt, wo nur die Saaten beurteilt, nicht übel an. Das Ackerdepartment in Washington hat bekanntlich den Stand des Winterweizens am 1. April auf 89, 9 0/0 einer vollen Ernte gegen 89, 1 ; 91, 6 ; 76, 5 ; 97, 5 ; 97, 3 und 98, 7 0/0 der letz vorangegangenen fünf Jahre angegeben. Eine Detaillierung der Ziffern nach den Einzelstaaten zeigt die Aussichten in noch besserem Lichte. Indes, wenn dieselben sich selbst verwirklichen, wenn den fetten Ernte Jahren jetzt wieder einige angesammelt immer noch

M. Jacques Siegfried, dans un article de la *Revue des Deux-Mondes* paru le 13 décembre 1906, déclarait : « Nous sommes actuellement en pleine reprise » et il comparait cette activité avec celle de périodes antérieures à des krachs, sans pouvoir toutefois assigner à la hausse un terme précis (1).

Mais il était difficile d'être plus clairvoyant que M. Paul Leroy-Beaulieu. Nous croyons qu'il faut citer un peu longuement son article paru dans l'*Economiste français* du 29 décembre 1906 et qui est un parfait modèle de pronostics économiques :

« On commence, y déclarait M. Leroy-Beaulieu, à se demander un peu partout si l'on ne marche pas rapidement, ou plutôt si l'on ne court pas à une crise économique et financière plus ou moins grave... Les principales matières premières ont haussé de prix dans des proportions colossales... La production de l'or s'élève à deux milliards par an avec plus de chances d'augmentation que de recul (on sait que de 1882 à 1890, cette production variait de 494 millions (1883) à 640 millions, 1889).

Il semble toutefois que l'on ne puisse pas jusqu'ici

ein beträchtliches mass von kaufkraft garantieren. Umständen nur ein allmähliches Abflauen sein. Ein Abstürz ist wie die verhältnisse liegen, ausgeschlossen (*Neue Freie Presse*, Vienne, 30 avril et 1^{er} mai 1907).

(1) Un observateur impartial, le chroniqueur financier du *Temps*, signalait aussi dès le mois de novembre 1906 la difficulté pour les banques américaines de se procurer de l'argent en Europe à l'effet de soutenir les entreprises industrielles de leurs nationaux.

attribuer à l'accroissement de la production de l'or la hausse notable du prix de certaines marchandises. L'escompte et le taux des reports sont à des hauteurs vertigineuses... *Le cuivre ne pourra pas rester constamment au cours de 107 ou 108 £.* Parmi toutes les valeurs que l'on introduit chaque jour sur le marché de Paris, il en est beaucoup d'éphémères qui disparaîtront. De même, il n'est guère douteux qu'il finira par se produire, nous ne disons pas une débâcle — ce qui serait fort exagéré — mais un tassement des cours de diverses institutions de crédit et de valeurs industrielles aujourd'hui très recherchées.

« Autant que la prévision est possible en matière économique, on peut donc dire que si une crise est en vue pour l'année par exemple 1907 ou l'année 1908, elle ne s'annonce pas avec la gravité des deux grandes et terribles crises que nous venons de rappeler, celles de 1882 et 1889... Le moment est venu où il serait avisé de s'occuper des bonnes valeurs à revenu fixe, lesquelles ont fléchi depuis une demi-douzaine d'années de 7 ou 8 et parfois 12 ou 15 0/0... »

Et reprenant ce thème une semaine plus tard, il disait encore : « Que l'on porte les cours des matières premières et les cours de certaines catégories de valeurs à des taux qui sont sans précédent depuis de nombreuses années, cela peut paraître justifié à beaucoup de personnes, puisque ces hausses proviennent d'une demande effective et soutenue, pour la production

actuelle et prochaine. Mais encore faudrait-il que le volume du numéraire existant permit de maintenir ces prix vertigineux et d'effectuer les transactions qui se font à ces cours (1). »

Mais sauf cet avertissement de M. Leroy-Beaulieu à la fois si net et si modéré, nous croyons que les *rare*s commentateurs qui se défiaient justement de l'état du marché prévoyaient une débâcle plus intense, plus durable surtout, que celle survenue en Amérique.

(1) *L'Economiste français*, 5 janvier 1907.

CHAPITRE II

LES PREMIERS SYMPTÔMES DE TENSION FINANCIÈRE.

La panique égyptienne. — Autres perturbations. — La balance du commerce et le discrédit américain. — L'agriculture capitaliste aux Etats-Unis et les demandes monétaires après les récoltes. — La baisse du cuivre ; importance de ce métal. — Les craintes d'intervention contre les trusts. — L'abondance des dépôts de banque et leurs faibles garanties. — La loi violée dans son esprit. — L'emploi des dépôts en prêts aux spéculateurs. — La suprématie de New-York.

Nous ne voulons pas travestir la réalité en divisant une période économique en compartiments artificiels ; il nous faut donc, malgré notre désir de restreindre un sujet aussi vaste, indiquer brièvement la genèse de ces difficultés financières. Nous constaterons alors que les premiers symptômes de défaillance ne se sont pas, comme on pourrait le croire, manifestés en Amérique, et que c'est peut-être en Egypte qu'ils furent particulièrement significatifs.

Parmi les pays qui absorbent des quantités régulières d'or européen, on cite toujours l'Inde et l'Egypte. « Tout l'art de la finance moderne doit tendre à réformer cette habitude orientale (1). » L'Inde fait venir

(1) « *Egypt's economic position and gold hoarding* », par Maurice Müblemann, *North American Review*, décembre 1907.

ainsi £ 3, 4 millions par an (1). L'Egypte a importé (exportations déduites) :

En 1899-1902 40,1 million de \$ en espèces métal.

1903-1906 83,6 — —

Car en Egypte, il n'y a pas de banque d'émission régulatrice du crédit et les diverses banques sont toujours obligées de conserver une encaisse considérable. Le chiffre des affaires doit être limité au capital et les dépôts à vue affectés à des opérations de change ou à des prêts de trois ou dix jours. D'autre part, le public Egyptien n'aurait plus confiance en une banque locale qui demanderait à la « National Bank » du Caire de réescompter ses effets. Enfin la fertilité antique de cette contrée a permis à l'agriculture de prendre un grand essor et l'on y remue, comme aux Etats-Unis, beaucoup de capitaux au moment des récoltes.

La spéculation, et en particulier des opérations fustes pour l'achat et la revente de terrains urbains, ont rendu plus aiguë la tension latente de la monnaie. « La public (2), disait Lord Rathmore, croyait que toute action émise par une compagnie nouvelle valait le double de sa valeur avant même que cette compagnie ait commencé aucune affaire. » De nombreuses sociétés naissaient à l'aide de capitaux étrangers. On lisait dans l'*Economist* : « La crise financière qui menaçait l'Egypte depuis janvier a éclaté avec une

(1) *Quarterly review*, mai 1908.

(2) *Quarterly journal of economics*, février 1909.

violence telle qu'il parut au marché impossible d'en sortir. Des « piles » d'actions attendaient d'être vendues, et le marché était si saturé de papiers que les obligations du trésor elles-mêmes étaient offertes. » On recourait comme toujours à des importations des Anglais. On embarqua ainsi à Londres 15 millions de francs d'or pour l'Égypte.

Si nous insistons sur ces événements égyptiens, c'est parce qu'ils ont un rapport direct avec la crise qui nous occupe. Ce lien est dans les achats de coton d'Égypte, par les négociants yankees, achats qui ont précisément été considérables en 1907. Ils ont atteint pour l'exercice fini le 30 juin 1907 près de 79.000.000 pounds, valant \$ 76.000.000, et cette somme fut, paraît-il, un record.

Une partie de l'or importé d'urgence en Égypte provenait donc naturellement *des dettes américaines* réglées par l'intermédiaire de Londres ; et cela réduisait d'autant le stock monétaire des États-Unis.

Puis l'analogie entre la situation de l'Égypte alors et celle de l'Amérique en temps de panique était assez frappante pour que des économistes conseillassent aux sujets du khédivé les remèdes employés par les yankees eux-mêmes. On lisait par exemple dans le *Times* du 4 octobre 1907 : « Le gouvernement de l'Égypte devrait imiter le Trésor des États-Unis. Il pourrait remettre à la « National Bank of Egypte » (qui remplace les « State Banks », les fonds qui lui permettraient de faire aux cul-

ivateurs à un taux raisonnable et contre la garantie de leur coton en graine, des avances qui seraient recouvrées dès l'arrivée de ce coton à Alexandrie. Le gouvernement pourrait aussi autoriser la « National Bank » à développer, pendant les six mois de la campagne du coton, l'émission de ses billets contre les titres mobiliers que reçoivent les banques d'Etat Européennes ».

Voici maintenant d'autres symptômes de la situation générale à cette époque, mais ils sont liés moins immédiatement au marché des Etats-Unis.

En mai et juin 1907, il y eut des faillites au Japon après une fièvre d'entreprises et de spéculations.

Le 17 octobre 1907, une semaine avant la tempête de Wall Street, éclata à Hambourg ce que le correspondant de l'*Economist* décrivit comme le plus grand désastre financier qui survint dans la cité depuis 1857 (C'était surtout la faillite de la puissante banque Haller Sæhle et Cie).

On subit aussi à Gênes une panique due sans doute à des causes locales, mais probablement aggravée par l'état général des marchés européens.

Au Chili, affaibli par le tremblement de terre de Valparaiso, la spéculation en août 1906 avait été non moins vive, quoiqu'entravée par la rareté de la main-d'œuvre. Le pays s'endetta. Le change du peso tomba de 13 d. 1/8 à 12 d. au début d'octobre et à 8 d. 1/2 à la fin de l'année. Après des retraits de dépôts dans les banques et la faillite de la « Mobiliario Bank » de San-

tiago, le gouvernement chilien comme devait le faire plus tard M. Cortelyou, déposa des bons du Trésor dans les établissements de crédit.

Ainsi, pas plus dans ses prodromes que dans ses effets, la crise de 1907 n'a été exclusivement américaine, et nous estimons peut-être excessive l'opinion brillamment soutenue qu'aujourd'hui « l'histoire monétaire du monde tend à être d'abord l'histoire monétaire des Etats-Unis » (1).

Au mois de septembre 1907, la situation économique et financière des Etats-Unis présentait comme traits principaux : un déclin du crédit privé américain, un fléchissement des prix qu'on avait trop élevés, quelques craintes au sujet de l'intervention des pouvoirs publics contre les trusts.

Le déclin du crédit américain se manifestait par un affaissement des obligations émises sur le continent. En *Hollande*, la baisse continue des titres de railways américains amenait la faillite des banquiers et des commerçants très estimés.

Au commencement de septembre, la *Financial Chronicle* disait à propos d'un emprunt de la ville de New-York : « L'Europe aura une large part dans cette souscription et le public a pleine confiance dans la réussite de l'émission ; nous ne devons cependant pas oublier que la cause première de toutes nos aventures est la fâcheuse renommée de nos obligations. »

(1) Marcel Labordère, *Revue de Paris*, 1^{er} février 1910.

Vers le 25 septembre, les créances de l'Amérique provenant des ventes de coton se multipliaient, mais elles étaient *plus que compensées* par les créances de l'Europe pour ventes d'« Union Pacific », de « New-York municipal bonds », etc.

En même temps, la situation devenait moins bonne au point de vue économique. Si les importations augmentaient normalement, au contraire, les exportations subissaient un ralentissement certain.

La balance du commerce (c'est-à-dire la différence entre les importations et les exportations) à laquelle les économistes d'antan, par exemple les mercantilistes italiens ou espagnols, accordaient une importance trop exclusive, *cette balance est intéressante à considérer pour les pays neufs*, que ne reçoivent pas des valeurs autres que des marchandises, telles que des intérêts et dividendes.

Sans doute les rentiers des Etats-Unis placent des fonds en mines de cuivre mexicaines, en emprunts sud-américains, en chemins de fer exotiques, en mines d'argent canadiennes, etc., mais cela ne peut être comparé aux sommes que les capitalistes français confient à l'étranger, et qui sont si avantageuses, quoi qu'on en dise, pour la France.

Disons donc que l'excédent des exportations sur les importations, aux Etats-Unis, qui fut plus fort pour l'ensemble de 1907 que pour 1904, 1905 ou 1906, fut

par hasard *plus faible en août 1907* (1.464.404 \$) qu'en aucun mois des trois années précédentes.

Voici une statistique que nous extrayons du *Summary of commerce and finance of the United States* :

	Importations	Exportations
1904	1.035,909,200	1,451,318,700 dollars
1905	1.179,144,550	1,626,990,800 —
1906	1.320,501,600	1,798,243,400 —
1907	1.423,289,700	1,923,395,200 —

et les chiffres mensuels d'octobre 1906 à décembre 1907, beaucoup plus significatifs :

	Importations	Exportations
1906. Octobre	118,128,350	187,353,350
Novembre	119,756,300	183,655,700
Décembre	134,349,800	190,400,000
1907. Janvier	126,586,900	189,300,000
Février	123,005,700	159,500,200
Mars	133,110,200	161,700,000
Avril	129,554,100	157,451,800
Mai	126,512,100	134,759,600
Juin	112,510,200	137,739,600
Juillet	124,732,000	128,549,500
Août	125,806,000	127,270,450
Septembre	106,365,200	135,318,300
Octobre	111,912,600	180,256,100
Novembre	110,943,000	204,474,200
Décembre	92,251,800	207,076,300

Notons toutefois que pour les sept années qui précéderent la crise de 1837, l'excédent des importations sur les exportations des Etats-Unis avait atteint 8 140 millions.

On se trouvait alors dans la saison des récoltes, la « crop-moving period », et cela devait augmenter la

gène monétaire. Ce facteur a joué un rôle assez important pour que nous l'expliquions un peu.

L'agriculture a pris aux Etats-Unis une forme de plus en plus capitaliste et spéculative. « Il n'existe point là-bas une classe rurale, a écrit le Vicomte d'Avenel, mais simplement des gens qui sont prêts à faire pousser des concombres comme à conduire des tramways ou à fonder des journaux, et qui s'adonnent par exemple à l'élevage du bétail ou à l'exploitation des arbres fruitiers comme à toute autre profession ou à toute autre carrière (1). »

« La terre, disait Rossi, doit être envisagée comme une collection de machines... » C'est certainement ainsi que la conçoivent les fermiers de l'Indiana ou du Kansas. La campagne de ces régions est une « manufacture de plein air ». « On peut, écrivait H. George, parcourir des milles et des milles à travers les blés ondulants sans voir une habitation humaine ; le but vers lequel se hâte le monde civilisé est presque atteint. La charrue à vapeur, la moissonneuse mécanique établiront dans le monde moderne des latifundia du genre de ceux de l'ancienne Italie. » L'étendue moyenne des exploitations, qui avait diminué comme partout jusqu'en 1880, s'est relevée de 53 à 58,6 hectares d'après le « Censur » de 1900. Elle a augmenté de 151 à 508 hectares dans le « Wyoming » et cela moins par

(1) D'Avenel, *Aux Etats-Unis*, p. 50.

la fusion des fermes établies que par l'installation d'exploitations capitalistes telles que les aventureuses « dry farms » des Etats infertiles.

Les machines interviennent pour labourer la terre à céréales, sèche et dure à la fin de l'été, pour l'ensemencer automatiquement, pour faucher et lier les gerbes, alors que les paysans d'Europe connaissent seulement les moissonneuses et les machines à battre.

On a d'abord récolté naturellement les fruits abondants d'une terre vierge, maintenant on fait sortir le blé du sol *sous la pression des capitaux*. Il y a, par exemple en Californie, environ 5.000 exploitations de plus de 400 hectares ; elles sont administrées selon des divisions géométriques, régies par des sous-intendants, sous la haute direction d'une sorte de gouverneur qui centralise les informations, donne les ordres principaux, répartit les machines, les semences, règle la répartition du travail.

Le blé produit ainsi est destiné à une consommation non pas locale, mais mondiale, et avant d'être payé, supporte des frais de transport considérables.

Tout cela provoque des mouvements périodiques de capitaux. L'argent reflue selon les saisons des banques de l'Ouest à New-York et de New-York aux Etats qui en manquent le plus ou inversement (cette circulation serait encore plus active si elle n'était gênée par les dispositions légales concernant la réserve des banques).

Après ces explications, nous comprendrons pourquoi

les crises américaines se produisent toujours à l'automne.

II. — Les prix des matières premières ne pouvaient rester à la hauteur où les avait portés la spéculation.

Voici les variations de la cote des métaux, à Londres, de janvier à octobre 1907 :

	2 janv.	2 avril	1 ^{er} juill.	1 ^{er} oct.
Cuivre	105	97	98	63 1/2
Etain	194	184	192	162
Plomb.	20	19 1/2	21 1/4	21 1/2
Zinc.	28 1/4	26	24 1/2	21
Argent	32 3/8	30 5/8	30 15/16	31 3/16

A New-York, le fer baissait de \$ 26 la tonne en janvier à \$ 16,75 en mai 1907.

Les cours du charbon conservaient leur fermeté (1). Le coton, le blé, le sucre montaient encore sensiblement. Mais *la baisse du cuivre dominait tout le marché*. Sa cote à New-York tombait de 25 1/2 en mai 1907 à 12 1/2 en octobre ; et un pareil écroulement avait compté parmi les causes de la crise de 1890. Ce métal paraît, en effet, aussi conducteur des écarts de bourse qu'il l'est de l'électricité (le zinc et surtout le plomb

(1) La tonne de charbon était cotée :

En décembre 1906 . .	2.58	juillet 1907 . .	2.46
janvier 1907 . .	2.28	août — . .	2.57
février — . .	2.57	septembre — . .	2.65
mars — . .	2.83	octobre — . .	2.50
avril — . .	2.77	novembre — . .	2.49
mai — . .	2.28	décembre — . .	2.75
juin — . .	2.27		

(Summary of commerce and fin. of the, U. S., 1907.)

sont beaucoup plus sages. Ne parlons pas du platine dont l'accaparement est un fait accompli au profit d'une société qui en fixe les prix comme elle veut). Pourquoi ces brusques variations qui rendent les actions des mines de cuivre plus spéculatives que celles des terrains aurifères, l'or, métal monétaire, étant assuré d'un débouché uniforme ? C'est à cause des fluctuations du stock et de la production.

On peut découvrir des pyrites de cuivre un peu partout, dans l'Amérique centrale, en Espagne, en Australie, etc. Puis, les producteurs sont dispersés. Ils sont bercés de temps en temps par l'espoir d'une entente, mais cette entente est une chimère. En France, vers 1887, on fit une tentative d'accaparement. Le groupe Secrétan réussit à coordonner environ 80 ou 85 0/0 de la production. Les prix s'élevèrent de 0,623 jusqu'à 0,853 dès la première année du « ring » et ils atteignirent même 0,953 l'année suivante. Mais la combinaison s'effondra, et aussitôt d'énormes stocks furent liquidés au prix de 0 fr. 50 et de 0 fr. 60 la livre (1).

(1) Les producteurs ne peuvent maintenir un prix avantageux en limitant eux-mêmes leur production. Celle-ci peut être contractée dans les mines où l'extraction est peu coûteuse, mais dans celles où les frais sont élevés, le problème est plus difficile à résoudre. L'*Amalgamated Copper*, qui pendant deux ans réduisit sa production en fonction de la baisse des prix, dut bientôt reprendre une exploitation normale, le coefficient des frais étant trop grand pour une production diminuée.

Aussi des mines de cuivre concédées en Espagne depuis longtemps restent-elles inexploitées parce que leur production serait trop faible pendant les premières années d'extraction.

La statistique des stocks disponibles que les joueurs consultent anxieusement est souvent fallacieuse comme d'autres statistiques qui excitent moins de passions. Par exemple la réduction constatée le 10 février 1910 ne provenait ni d'une réduction de la production, ni d'un accroissement de la consommation : on avait simplement envoyé du cuivre d'Amérique en Europe pour le céler dans des entrepôts qui ne comptent pas dans les statistiques.

Le caractère aléatoire du cuivre encourage évidemment les spéculateurs à s'y intéresser, et nous verrons les conséquences que cela produisit au mois d'octobre 1907.

III. — Le marché financier de New-York était troublé par la crainte d'intervention inopportune du Président Roosevelt.

« Nombreux sont les acheteurs, disait la *Financial Chronicle*, qui ont déjà beaucoup perdu et qui, ne sachant pas ce que M. Roosevelt fera ou dira bientôt, deviennent extrêmement nerveux, effrayés, s'ils conservent plus longtemps leurs positions, de voir le peu de valeur qui leur est laissé, s'évanouir. »

Je crois cependant qu'on a un peu exagéré l'influence économique des discours et de la belle activité de M. Roosevelt. Je vois surtout dans les rumeurs inquiètes que ces menaces provoquèrent un *prétexte* de baisse agité par des « brokers » intéressés, comme le sont à

Paris ou à Vienne, par exemple, les bruits de guerre en Orient.

Désireux de me limiter à la partie financière de cette question, je n'étudierai ni le rôle, ni la législation des trusts. Je dirai seulement qu'ils ont rendu plus délicate la situation générale. S'ils régularisent et stabilisent les prix et si beaucoup de gens sont intéressés à leur prospérité, beaucoup aussi sont atteints par elle. Au lieu de borner leur programme, comme le syndicat rhénan de l'acier, à répartir des commandes entre leurs adhérents, les trusts américains nés à l'ombre du protectionnisme ont tenté des « *corners* », des accaparements et ont certainement contribué à la hausse excessive des prix (1).

Les mesures de coercition prises par l'Etat ont été rendues fatales par certains faits. S'il s'était abstenu d'intervenir, le mécontentement populaire longtemps comprimé aurait pu entraîner des désordres graves (2).

(1) Ils les ont d'ailleurs maintenu malgré la crise. Par exemple, le trust du papier a élevé son tarif de 60 francs par tonne en décembre 1907, ce qui devait lui assurer pour 1908, 50 millions de recettes supplémentaires, car l'augmentation des prix du papier en fonction de la main-d'œuvre aurait dû être de 3 fr. 20 seulement par tonne (*J. de Genève*, 9 décembre 1907).

(2) Les journaux ont raconté que le 30 novembre 1906, deux cents hommes masqués et à cheval surgirent au milieu de Princeton (Kentucky), incendièrent des entrepôts de tabac et disparurent mystérieusement. Le 6 décembre 1907, ces « *night riders* » qui exécutaient les ordres des planteurs se plaignant du « *Tobacco Trust* » reparurent à Hopkinsville, bloquèrent la station de police, s'emparèrent des lignes téléphoniques du chemin de fer et incendièrent un stock du « *trust* »

A quoi se réduit, d'ailleurs, l'action judiciaire contre les trusts ? A de fortes amendes comme celle prononcée contre le « Standard Oil trust », cette compagnie « libertine » (1) qui se croyait affranchie des lois et réalisait des profits scandaleux en les éludant. Mais ces profits sont assez grands pour vite réparer le déficit causé par une condamnation. Les procès, si, après des mois d'enquête, ils sont enfin engagés, durent des années et ont surtout l'effet d'un avertissement.

Ce sont les chemins de fer qui ont été les plus atteints. Les Etats leur ont imposé des tarifs pour protéger les agriculteurs qui représentaient le « railrod » comme une pieuvre aux mille tentacules aspirant tous leurs

évalué à un million de francs.

Quelques journaux ont critiqué les idées de M. Roosevelt comme peu conformes aux réalités économiques et tendant à une sorte d'impérialisme financier (The Statist ; le Temps, 7 décembre 1907, etc.). Or la politique de ses adversaires était beaucoup moins modérée. M. Bryan se montrait hostile aux trusts seulement pour l'importance qu'ils avaient prise, et M. Roosevelt seulement pour les troubles qu'ils causaient au monde des affaires. Les conférences tenues à la Maison Blanche pendant les journées de crise entre le Président et M. Cortelyou aboutirent à d'excellentes décisions. D'ailleurs, dans toutes les élections qui eurent lieu ensuite, les Américains approuvèrent nettement la politique de M. Théodore Roosevelt.

(1) On a nommé le trust du pétrole « The chartered libertine of the laro » (Il obtint des réductions de tarifs s'élevant à 15 millions de dollars pour le trajet entre Pitzbourg et l'Océan Atlantique). Pour 1462 infractions à la loi Sherman, la « Standard Oil » fut condamnée en août 1907 à une amende de 146 millions de francs. Entre l'Etat et les trusts règne un conflit permanent. Pour se venger, ceux-ci trompent le fisc par de fausses déclarations, des balances truquées, etc... Le « Sugar Trust » a été ainsi condamné en 1909 à des amendes de plusieurs millions de dollars.

revenus. Dès 1876, la Cour suprême sanctionnait leur droit de réglementation en considérant fictivement les chemins de fer comme des voies publiques. Mais cette tarification d'office a un défaut : émanant des Etats particuliers elle est dépourvue de plan d'ensemble. Ainsi, au Kansas, le 4 septembre 1907, la commission des chemins de fer ordonnait aux compagnies d'appliquer aux voyageurs avant le 1^{er} octobre le tarif de deux cents par mille. Celui-ci, improductif dans des Etats aussi peuplés que la Pennsylvanie, est peu rationnel dans une région peu habitée comme le Kansas (à la même date, un tarif de 2 à 2 1/2 cents était aussi promulgué en Géorgie).

Ces dispositions légales seront sans doute renforcées, car elles sont une conséquence du régime des voies ferrées américaines. On espérait primitivement que la concurrence entre elles serait avantageuse au public. C'était une illusion. On l'a compris et l'on s'est mis en quête d'une autre solution (1).

Déjà quelques démocrates ont constaté que la concentration des capitaux, réalisée par les trusts et les chemins de fer, faciliterait la nationalisation de l'industrie. Peut-être, un jour, les pays anglo-saxons prati-

(1) Les compagnies ont continué leurs ententes clandestines. Si elles ne peuvent convenir publiquement d'un partage de trafic, elles ont encore la ressource d'établir un tarif uniforme. « We may prohibit railways combinations but we cannot prevent them. If we make them illegal, we simply make them secrete » (E. Seligmann, *Principles of economics*, p. 527).

queront-ils une politique de rachat ! De tous les régimes, celui de la concession conditionnelle est encore le plus commode. Là où il n'y a pas un contrat de concession, véritable balance entre les droits et les obligations du concessionnaire, on est inévitablement ballotté entre la liberté sans frein et des actes d'autorité sans limite.

Ces indications étaient, je crois, utiles, car *cette organisation hésitante des chemins de fer américains est une source de troubles dans les finances des Etats-Unis*. C'est pourquoi, pendant l'une des journées de la crise d'octobre, d'éminentes personnalités se réunirent à Chicago pour chercher la formule permettant à l'Etat de contrôler les chemins de fer sans les racheter (1).

Mais ces facteurs sont très secondaires. Que serait-il arrivé si la baisse spéculative du cuivre *n'avait pas entraîné celle de l'« Amalgamated Copper »* ou si le *« Knickerbocker Trust »* avait garanti suffisamment ses dépôts ? Il n'y aurait eu ni discrédit, ni thésaurisation, ni crise. Ce que nous avons à étudier, c'est donc seulement un épisode de l'histoire des bourses.

Quelle était donc la situation des banques avant la panique de 1907 ?

Elle se distingue par l'importance des dépôts et la proportion extraordinaire de leur usage en *avances sur titres*.

(1) Primitivement, leur concurrence était si effrénée qu'on pouvait pour un dollar voyager de New-York à St-Louis. Des cessions d'actions ont modifié cette situation. Par exemple, l'« Union Pacific » « contrôle » le « Southern Pacific », 95 0/0 des railways sont dominés, aux Etats-Unis, par sept groupes financiers.

Le « banking power » (total des ressources bancaires) était estimé en 1890 à \$ 15.985.000.000 pour tous les pays, dont \$ 5.150.000.000 pour les Etats-Unis. Depuis cette date, il a augmenté de \$ 12.674.800.000 (14,6 0/0) pour les Etats-Unis et pour les autres nations de \$ 16.199.200.000, la puissance bancaire des Etats-Unis atteignant presque la moitié de celle des banques du monde. Ce fait était dû principalement à la multiplication des dépôts. Ils atteignirent le 20 mai 1907 le plus haut chiffre qu'on ait constaté jusqu'alors avec le total de 4.322.841.000 \$.

Les dépôts dans les caisses d'épargne américaines s'étant aussi élevés depuis 1900, de \$ 5.898.000 à \$ 7.983.000 en mai 1907, le total des dépôts aux Etats-Unis était alors de \$ 13.100.000.000 environ (1) (c'est-à-dire 65,500 milliards de francs), ayant augmenté de 80 0/0 en sept ans.

Pendant l'exercice fini le 30 juin 1907, les dépôts augmentèrent de 20 0/0 dans les banques de l'Ouest. Dans une « Savings bank » (« The Bowery savings bank »), ils atteignaient cent millions de dollars en septembre 1907 et la clientèle de cette banque d'épargne s'élevait à 200.000 déposants.

Cet accroissement était attribué à la hausse des salaires en 1906, et — nous devons l'ajouter — aux ga-

(1) Ce chiffre représente trois fois celui des dépôts dans les banques anglaises et sept fois environ celui des dépôts dans les banques allemandes.

ranties offertes, par exemple à New-York et dans le Massachusetts, par les « Savings banks » qui doivent placer leurs dépôts en immeubles ou en obligations de chemins de fer. Mais comment étaient garanties les sommes immenses confiées aux autres banques ?

Le 22 juin 1907, c'est-à-dire presque au point culminant de l'activité financière qui précéda la crise, le capital des « banques associées de New-York » représentait 8,46 0/0 de leurs dépôts (1), contre 10,77 0/0 pour les banques d'Angleterre.

En outre du capital, il y a les réserves, et leur développement aux Etats-Unis a été normal, mais leur organisation défectueuse a été l'un des facteurs de la débâcle.

Le 22 août 1907, les réserves (en monnaie légale) que détenaient les « National banks » s'élevaient à 701.600.000 dollars (2). La Banque de France n'en avait guère davantage. Mais la réelle faiblesse des banques, a écrit un Américain, résulte d'un système de garanties par lequel les réserves sont « empilées » dans

(1) Ce chiffre n'est qu'une moyenne, le rapport du capital aux dépôts était 28,71 pour la « National Park Bank », 28,81 pour la « Germania », 31,86 pour la « New-York County », 104,30 0/0 pour la Fifth « Avenue Bank », etc.

(2) Voici un tableau qui montre le développement des banques aux Etats-Unis et aussi un certain accroissement de leurs réserves :

	1900	1907
Nombre de banques (State banks).	9.519	43.317
Ressources totales	5.841.658.820	11.168.514.516
Cash réserve (réserves en caisse).	220.667.109	391.847.497

les « reserve cities » sans que l'on conserve des disponibilités suffisantes dans les autres villes. Voici une preuve arithmétique de ces inconvénients. Pour \$ 10.000.000 confiés à une « country » ou une « non-réserve bank », on n'est obligé d'en conserver dans cette banque que \$ 600.000. \$ 900.000 sont envoyés dans une « réserve city bank », qui, elle-même, n'en conserve obligatoirement que \$ 112.500.

Les banques des villes à réserve versent en effet une somme égale à cette dernière dans les « banques des villes à réserve centrale » qui, à leur tour, ne sont obligées de retenir que \$ 28.125 dans leurs coffres.

Voilà un système bien compliqué, et beaucoup de dispositions législatives pour un résultat bien médiocre ; car, finalement, en garantie de ces \$ 10.000.000 déposés dans une banque, 740.825 seulement demeurent absolument disponibles. Si donc 150.000 de ces 10 millions de dollars confiés à une « country bank » sont par hasard retirés, il faut pour les payer aux réclamants déplacer plus d'or qu'il n'en a été conservé dans les « banques de réserve » en garantie des 10.000.000.

Comment s'étonner, alors, que l'habituelle demande de \$ 200.000.000 pour le déplacement des récoltes cause toujours une grande anxiété ?

Ce système trop rigide ne peut être respecté qu'en apparence.

Pour en vérifier l'application, on a institué un service de contrôle. Mais on ne l'a pas étendu en propor-

tion des banques. Il n'y a que 80 inspecteurs pour 6.600 banques nationales. Ils reçoivent comme appointements 2.500 \$ (12.500 fr.) par an ; les Américains appellent cela « starvation wages », et, s'il est facile de recruter ces fonctionnaires à cause de l'expérience et des recommandations que ce service procure, il est beaucoup moins aisé de les y retenir. Depuis 1884, sept contrôleurs de la circulation ont démissionné pour des fonctions plus lucratives dans les banques.

Et puis, cette inspection, comme beaucoup d'autres, est devenue *illusoire*. D'après la loi, cinq fois par an, le « Comptroller of the currency » a le droit d'explorer la situation des banques et l'époque de cet examen n'est pas spécifiée afin qu'elles soient réputées toujours prêtes à cette éventualité. Peu à peu la coutume a fixé la date des inspections, les banques peuvent s'y préparer et présentent au contrôleur des comptes en apparence parfaits. Elles appellent cela faire un « window dressing », disons pour traduire ce terme technique qu'elles « ornent leur façade » et que leur situation réelle n'en est pas plus solide.

Une amusante anecdote le prouve. A l'automne de 1906, l'inspection eut lieu un peu plus tard qu'habituellement. Les commentaires des banquiers furent acerbes. On pouvait lire dans le *Bankers Monthly* cette plainte ingénue : « Durant la dernière semaine d'août, on reçut par télégramme à Washington des protestations contre le délai de l'inspection, qui causait de

sérieux embarras dans les cercles commerciaux. Les banques, pour se présenter en bel état (in order to make a good showing), avaient élevé naturellement leur réserve, autant que possible, en anticipation de la visite régulière après laquelle de grands capitaux sont toujours et immédiatement placés à la disposition des affaires. »

Chaque semaine un « statement » officiel publie la situation des « banques associées de New-York mais » ; par exemple, les « avances » qui y figurent sont le chiffre *moyen* des avances pour toute la semaine et non le montant de celles-ci pour le jour même où ce rapport est publié.

Quoi qu'il advienne de ces facilités légales, voici le nombre de fois qu'officiellement chacune des « Big Six », des six plus grandes banques de New-York, a eu, pendant l'année 1906, sa réserve inférieure aux 25 0/0 (des dépôts) exigés par la loi.

Nom des banques	Groupe auquel elles appartiennent	Nombre des fois.
First.	Baker	19 ou 22
Hanover.	Stillmann	6
Chase.	Baker	5
Commerce.	Morgan	4
City.	Stillmann	3
Park	(Indépendante)	2

En tête de cette liste figure la « First National Bank » qui a toujours proclamé très haut cette théorie que, si le loyer de l'argent dépasse 6 0/0, les banques doivent

user de leurs réserves pour réduire la tension monétaire.

Tels sont aux Etats-Unis les crises de l'organisation des dépôts, ce sont en même temps des vices de la circulation *métallique*, ces deux questions étant indissolublement liées.

Mais qu'importe, dira-t-on, dans un pays où 95 0/0 des affaires commerciales sont réglées en papier fiduciaire.

Sans doute, la circulation comprend d'autres éléments que la monnaie et en particulier citons les billets de banque.

En raison des nécessités plus haut décrites, leur montant s'est effectivement développé. Les billets des banques nationales atteignaient en 1891 10 0 0 du stock monétaire des Etats-Unis, variaient peu jusqu'en 1900 (13,23 0/0), mais s'élevaient le 30 juin 1907 à 19,38 0/0 de ce stock métallique.

Le système de l'émission aux Etats-Unis — les économistes sont unanimes à le reconnaître — manque d'élasticité.

Il y a d'abord des conditions légales imposées aux banques émettrices (1). Par exemple aucune d'elles ne

(1) Les banques d'émission (National Banks) doivent tenir en réserve 25 0/0 de leurs dépôts; et, avant de distribuer aucun dividende, constituer un « surplus fond » égal au cinquième du capital-action. La moitié au moins de leur capital doit être libérée avant qu'elles ne commencent leurs opérations. Elles ne peuvent avancer ni spéculer sur leurs actions. Afin que la contrepartie des dépôts soit immédiatement

peut émettre plus de billets qu'elle n'a de capital-actions versé. Mais les conditions de ce genre tendent à devenir moins rigoureuses. Ainsi, la loi du 14 mars 1900 a permis l'établissement de banques nationales avec un capital minimum de \$ 20.000 dans les villes de moins de 6.000 habitants; et, les fondations de nouvelles banques se multipliant après cette loi, leur nombre s'éleva de 3.612 à 4.784 (1).

Ce qui est plus important, c'est la véritable *antinomie* que contient le régime américain de l'émission. La garantie des billets émis par les banques nationales consiste en des obligations fédérales déposées au Trésor des Etats-Unis. Pour émettre des billets, il faut donc acheter ces titres.

Mais dans les périodes où les affaires s'accélèrent, où la circulation exige plus de billets, les impôts sont productifs, la situation financière de l'Etat est excellente et le taux de l'intérêt est très faible.

La cote des fonds publics s'élève donc et l'on ne peut se procurer avantageusement les titres qui doivent constituer la contre-partie des bank-notes.

réalisable, elles ne doivent pas prêter contre des garanties immobilières. Pour tous leurs actes essentiels (prorogation, extension du capital social, etc.) elles doivent obtenir l'autorisation du Comptroller of currency (on trouve l'énumération de ces conditions légales dans une brochure officielle intitulée : *Instructions and suggestions of the comptroller of the currency relative to the organization and management of National Banks*, Washington, Government Printing Office, 1897).

(1) *Die Reichsbankidee in den Vereinigten Staaten Von Amerika*, Von Dr. Max Prager, Berlin, 1903.

Aussi de tous les fonds d'Etat, *le 2 0/0 Américain* est pour ce motif artificiel *le plus coté*.

De 1880 à 1891, la cherté des titres fédéraux a entraîné une réduction considérable de l'émission (1).

	Billets émis		Billets émis
1880. . . .	344.505.000 \$	1886. . . .	311.699.000 \$
1881. . . .	355.042.000 »	1887. . . .	279.217.000 »
1882. . . .	358.742.000 »	1888. . . .	252.368.000 »
1883. . . .	356.073.000 »	1889. . . .	214.378.000 »
1884. . . .	339.499.000 »	1890. . . .	185.970.000 »
1885. . . .	318.576.000 »	1891. . . .	167.927.000 »

Un système restrictif de l'émission a moins d'importance qu'il n'en aurait en France, dans une contrée où les dépôts sont si abondants et l'usage des chèques absolument usuel. Mais dès que les retraits de dépôts commencent, la situation des banques peut devenir périlleuse.

Il faut donc chercher d'autres ressources durant les périodes de tension analogues à celle qui se préparait en septembre 1907. Le remède, le seul remède pratiqué en Amérique consiste en dépôts temporaires du Trésor dans les banques. Celles-ci, en Europe, n'ont généralement de rapports avec l'Etat que pour lui rendre des services de trésorerie ou souscrire les bons du Trésor et les obligations sexennaires. Au contraire, aux Etats-Unis, c'est l'Etat qui prête aux banques un appui monétaire. En 1907 aucune dette flottante ne le gênait comme pendant la panique de 1893. A la veille de la

(1) *Financial History of the United States*, par Davis R. Dewey.

crise de 1907, il disposait de 500 millions de francs d'argent liquide (1). Il avait presque plus de richesses qu'il n'en pouvait dépenser (2).

Le secrétaire du Trésor, M. Cortelyou, pour rassurer le monde des affaires, en septembre 1907, promettait donc de mettre à la disposition des banques cinq millions de dollars par semaine.

Mais ces liquidités ne devaient pas leur suffire et la gêne qu'elles éprouvèrent est due, je crois, principalement à la manière dont elles utilisent leurs dépôts.

Il n'y a probablement pas une banque qui pourrait en une heure rembourser tous ses déposants. La proportion de l'encaisse aux dépôts pour le « Crédit Lyonnais » est d'environ 7 0/0. Dans les grandes banques de Londres, l'encaisse disponible (cash on hand) atteint seulement 5 à 8 0/0 des comptes courants créditeurs. *Cela n'entrave nullement le bon mécanisme d'une banque, si elle fait un usage judicieux des dépôts qui lui sont apportés.*

La « Société générale » de France emploie 50 0/0 de

(1) A. Noyes, « The panic at New-York », *North American Review*, décembre 1907.

(2) Le Trésor ne peut profiter des excédents budgétaires pour réduire la dette, la suppression de celle-ci devant entraîner celle des bank-notes. Les droits de douanes sont en effet très productifs (et ils ne seront pas réduits avant longtemps. Le dernier tarif les aggrave encore.

De nouveaux articles sont sans cesse imposés. Un droit d'entrée de 500 francs a récemment atteint les aéroplanes qu'il était permis d'avoir oubliés.

ses dépôts à l'escompte d'effets de commerce. C'est l'emploi le plus normal qu'on puisse leur trouver. L'échéance des traites s'échelonne comme le remboursement des dépôts en temps ordinaire. Elles constituent un actif presque aussi liquide que la monnaie, à condition qu'en cas d'urgence, elles puissent être réescomptées à un autre établissement de crédit. Tel est, en Angleterre aussi, le principal emploi des dépôts. Les banques anglaises offrent cependant plus de facilités que celles de France au commerce extérieur et consacrent aux placements (investments) une proportion plus grande de leurs ressources. Quant aux banques allemandes, elles se distinguent par la place qu'occupent dans leurs bilans les participations et commandes industrielles (15 0/0 des dépôts), politique qui a contribué à l'essor magnifique du commerce allemand, mais qui n'est pas sans danger pour les déposants.

Il est naturel que, dans des pays très divers, les banques, répondant à des besoins différents, diffèrent aussi, mais les banques des Etats-Unis, dont nous comprendrons mieux les défauts après cette brève comparaison, sont remarquables par l'importance des avances sur titres dans leurs opérations journalières.

Cela provient de ce que toutes les opérations à la bourse de New-York sont réglées au comptant. Les risques de la spéculation sont ainsi diminués ; mais on n'en joue pas moins. Les spéculateurs font reporter leurs opérations d'un jour sur l'autre. Ils empruntent

pour cela, sur leurs titres, de l'argent à vue (*call money*) dont le taux échappant à toute limite légale subit des variations fantastiques (Il s'est élevé jusqu'à 125 0/0).

Ces prêts forment un emploi rémunérateur des disponibilités. Aussi les *réserves* que les *banques rurales* (pour une quantité égale aux 3/5 des dépôts qu'elles reçoivent) et que les banques urbaines des « *reserve cities* » (dans la proportion de la moitié des dépôts reçus) doivent déposer dans d'autres banques sont-elles *utilisées habituellement* dans ces opérations de *bourse* quotidiennes.

De là résulte la *prépondérance de New-York* (1) dont le Stock Exchange est devenu, si l'on peut s'exprimer ainsi, le centre nerveux de la vie financière américaine.

Les avances sur titres, tant que ces titres sont recherchés (comme ils l'étaient en 1906 ou au commencement de 1907), constituent un excellent emploi des dépôts, parce qu'on peut réaliser ces gages en une seule séance de bourse. Mais dès que les « *securities* » ne trouvent plus d'acheteurs, la garantie des prêts consentis par les banquiers devient caduque et celle des déposants ne l'est pas moins.

Ainsi sont *enchevêtrés* à la Bourse de New-York les

(1) Ajoutons qu'au lieu de prépondérance de New-York on pourrait dire prépondérance des six grandes banques de New-York telles que la « *First National Bank* ». Le système des sociétés à succursales ne s'est pas étendu aux Etats-Unis ; mais, avant la crise de 1907, les « six grandes banques » détenaient en dépôts \$ 305.000.000 sur un total de 410 millions déposés dans toutes les banques de la cité.

dépôts de banque, les avances sur titres, les fluctuations des cours de bourse ; et cela produit des réactions mutuelles et des difficultés inextricables.

M. Charles B. Macdonald résumait bien le vice du système en écrivant : « La « loi de nature » de nos banques, c'est, comme le déclarait en 1757 le président Buchanan pour les 1.400 banques seulement qui fonctionnaient alors, c'est de consulter les intérêts de leurs actionnaires plutôt que ceux du public. »

Les banques anglaises ont une politique très différente ; elles *n'augmentent que très lentement leurs dividendes* et préfèrent avec le surplus de leurs bénéfices fortifier les garanties qu'elles assurent aux déposants.

Tout cela est confirmé par la lettre inédite que M. le professeur C. J. Bullock a bien voulu m'écrire. « La prompte reprise des affaires en général et le fait que dans l'Ouest et le Sud la dépression pour les affaires normales fut relativement légère, semblent indiquer que les excès de 1907 furent ceux de grands intérêts financiers ayant New-York pour centre de leurs opérations. Peut-être ces opérations financières ne furent-elles pas plus étendues en 1907 qu'en une ou deux occasions pendant la précédente décade. En 1907, toutefois, certaines faillites dues aux méthodes de banque les plus étourdies causèrent à la confiance publique un choc qui précipita la crise.

« Il est bien vrai qu'aux Etats-Unis, les dépôts des banques provinciales sont, dans une proportion consi-

dérable, concentrés à New-York et que les banques de New-York prêtent ces fonds à des spéculateurs beaucoup plus facilement que ce n'est le cas pour les réserves dans d'autres pays, tels que la France et l'Angleterre.

« Ces avances sont sans hésitation plus importantes en Amérique qu'en Angleterre ou en France, et elles sont moins prudentes en ceci : Tandis que les banques mêmes qui consentent les prêts sont amplement sauvegardées, ces prêts excèdent souvent les limites que conseillerait la prudence si l'on considérait les responsabilités incombant aux banques de New-York pour la gestion des réserves bancaires du pays tout entier. »

Nous avons ainsi résumé en l'expliquant la situation du crédit aux Etats-Unis avant la crise. Nous devons maintenant exposer jour par jour les manifestations, les incidents financiers pendant le mois d'octobre 1907. Nous y trouverons la confirmation et le développement de ce que nous avons affirmé.

CHAPITRE III

LES DIFFICULTÉS FINANCIÈRES A LA VEILLE DE LA CRISE.

L'hésitation des Bourses en octobre 1907. — Ventes d'actions de « railroads » américains. — Pourquoi ces titres sont spéculatifs. — Le Stock-Exchange pendant les 14 et 16 octobre. — Explication de l'importance des transactions à New-York. — Otto Heinze expulsé du Stock-Exchange. — « Statement » favorable aux banques.

Vers le 4 octobre 1907, on constatait au Stock-Exchange de New-York un ralentissement certain des transactions. On remarquait en outre que pendant la dernière semaine écoulée, les faillites aux Etats-Unis avaient atteint le chiffre de 202 contre 194 pendant la semaine précédente et 183 pendant la semaine correspondante de 1906. Mais les recettes des chemins de fer pendant la troisième semaine de septembre avaient été en augmentation de 702.180 dollars, ce qui prouve combien grande était alors l'activité industrielle.

Le marché des cuivres devenait fiévreux.

La Bourse de Paris se montrait hésitante. On avait appris le 25 septembre que des frimas prématurés nuiraient aux récoltes dans l'Ouest des Etats Unis. A Londres, tandis que les Consolidés, les fonds Russes, les emprunts Sud-Américains et Japonais étaient résis-

tants, on montrait peu d'ardeur pour les titres des Etats-Unis.

Le 8 octobre, la dépression était accentuée par le bruit de troubles financiers à Amsterdam. Les ventes à New-York d'actions de la « Chesapeake » et du « Kansas » étaient attribuées à des ordres néerlandais. Les mouvements de numéraire commençaient. Les banques New-Yorkaises devaient, pour les nécessités de la récolte, envoyer \$ 100.000 à La Nouvelle-Orléans.

Le marché était un peu soutenu par la nouvelle que le dividende du Rio-Tinto serait moins réduit qu'on ne l'avait pensé. On estimait par un raisonnement peu rigoureux, mais familier aux bourses, que l'autre grande valeur cuprifère du monde, l'Amalgamated Copper, pourrait avoir un dividende de 6 0/0.

Cette reprise de confiance ne durait qu'un instant, mais on supposait que M. Cortelyou continuerait à soutenir les banques et augmenterait même les dépôts du Trésor dans celles-ci.

Le *Times* du 11 octobre constatait amèrement : « Le fait que £ 260.000 d'or ont été distraits de la banque d'Angleterre à destination de l'Italie est un événement notable, mais non un heureux événement, puisqu'il signifie l'apparition bien définie sur le continent d'une nouvelle source de vicissitudes. »

On observait à Berlin, le 9 octobre, que la hausse rapide des actions minières pendant la dernière semaine de septembre s'était convertie en un mouvement de

recul presque aussi marqué. On l'attribuait à plusieurs causes, mais surtout aux nouvelles décourageantes venues des centres métallurgiques. Le change sur la Hollande était si élevé que l'or était exporté d'Allemagne à Amsterdam.

A Londres, le 11 octobre, les valeurs à revenu fixe étaient atteintes à leur tour par le renchérissement de l'argent. Les valeurs de banques montaient au contraire sous l'impression discutable que leurs dividendes seraient accrus dans la période d'intérêt élevé qui approchait (Or, si dans cette période le profit pour chaque opération augmentait, le volume des affaires de banque par cela même diminuerait).

Le 12 octobre les ventes de titres affluèrent à New-York. On savait que les recettes de 41 compagnies de chemins de fer avaient, pendant la quatrième semaine de septembre, augmenté de g 1.042.000, c'est-à-dire de 8,33 0/0. Plus de 100.000 actions de « l'Union Pacific » furent cependant offertes en cette séance de bourse.

Pourquoi les actions de railroads américains sont-elles aussi spéculatives? Nous avons déjà vu combien la législation des voies ferrées présentait d'inconvénients aux Etats-Unis. Celles-ci ont absorbé de tels capitaux que nous devons expliquer les raisons intrinsèques rendant ce genre de titres plus aléatoire que dans les autres contrées.

Les compagnies se sont établies comme elles l'ont pu, sans garantie d'intérêt ni pour les actionnaires ni

pour les obligataires. Certaines n'ont pas encore détaché un coupon. Elles ont enflé (*watered*) fictivement leur capital en remettant gratuitement des actions à leurs fondateurs ou en payant en titres leurs premiers dividendes. Le principe de la spécialisation strictement appliqué en France est ignoré en Amérique. A l'actif des compagnies figurent des millions d'acres concédés par leurs charters en même temps que la ligne. Elles ont un portefeuille de valeurs mobilières (actions de compagnies filiales, de bacs à vapeur, de docks, d'entreprises métallurgiques). En 1893, la « Pennsylvania » possédait pour 417 millions \$ de papiers rapportant 4,25 0/0. Enfin les concessions sont *perpétuelles*. Comme en Angleterre (où le gouvernement interdit la conversion des « bonds » quasi-perpétuels cotés très au-dessus du pair), les obligations aux Etats-Unis sont remboursables en bloc après un grand nombre d'années.

Ces indications permettent de comprendre comment, en une séance de bourse, des milliers d'actions et obligations d'une seule compagnie sont quotidiennement échangés.

Le 13, on signalait à Londres des ventes de Rio-Tinto ordonnées de Paris.

Le 14, l'ouverture du marché fut agitée à New-York à cause des ordres venus de Londres pour la vente de 30 ou 40.000 actions. Les « bears » (baissiers) devenaient plus agressifs à mesure qu'approchait la liquidation de

quinzaine. Mais un mouvement de reprise se produisit quand il parut évident que la « First National Bank », le groupe Morgan et la « Standard Oil » (trust du pétrole) avaient l'intention de soutenir les prix. Le correspondant du *Times* enregistrait déjà des bruits défavorables. « Il y eut aujourd'hui une rumeur persistante concernant des menaces de grands troubles financiers, et elle continua après la fermeture du Stock-Exchange. »

Le marché de l'argent métallique, qui ne fait plus beaucoup de bruit dans le monde, était cependant démoralisé et la cote des barres commerciales faiblissait de deux cents, à 60 c. 1/2.

Le 15, le marché fut plus ferme. « Les « bears » étaient plus prudents dans leurs attaques, car ils se souvenaient de la leçon que leur avaient la veille infligée les banquiers. » Si ceux-ci avaient pu se porter résolument acquéreurs, c'était en partie grâce aux dépôts qu'avait accumulés l'épargne des années précédentes.

Les capitaux disponibles étaient encore faciles à trouver. On les offrait ce jour-là à 3 1/4, puis 4, 2 3/4, enfin 3 0/0 (Notons ces brusques différences en l'espace de quelques heures). Mais les acheteurs de titres étaient découragés par la baisse du cuivre. L'« United Copper » s'effondrait, pendant la séance, de 59 à 36.

Les effets sur Amsterdam baissaient toujours. Les créances de coton maintenaient toutefois à l'Amérique un change favorable de la livre sterling.

Les banquiers de New-York envoyaient de nouveau

g 100.000 à La Nouvelle-Orléans, mais les « banques associées » obtenaient pendant la semaine, environ g 1.300.000 en or, déposés par le « Sub-Treasury ».

Le 16, le Stock-Exchange, après une ouverture soutenue, perdit contenance.

Les échanges s'élevèrent pour la première fois depuis plusieurs mois à plus d'un million : 1.031.000 actions parmi lesquelles 157.000 « Union Pacific », 154.000 « Amalgamated », 91.000 « Steel Common » circulèrent entre les mains des courtiers.

Je voudrais qu'on réfléchisse à l'importance de ces chiffres. Comme ils diffèrent des modestes transactions de nos séances de bourse les plus agitées ! Sur quoi spéculait-on à Paris ?

Sur la rente perpétuelle dont le marché est très étendu, sur quelques actions de mines et des fouds d'Etats balkaniques qu'on a pris l'habitude de vendre et d'acheter. Puis on a introduit en banque les mines d'or qui, étant divisées en coupures nominales de 25 francs, fournissent des titres innombrables. Mais les courtiers et les remisiers gémissent tous les jours sur la diminution des affaires. Et il est probable qu'en France, on ne négociera pas avant longtemps des affaires d'une envergure comparable à celle des chemins de fer américains (1).

(1) Le développement de l'importance des bourses est d'ailleurs relativement récent. Ce sont les chemins de fer et canaux, les mines, les banques et les emprunts d'Etat qui vers 1860 ont attiré des capitaux

Les actions de mines de cuivre aussi, répétons-le, alimentent intensément les transactions du Stock-Exchange. Du 1^{er} janvier au 28 février 1906, on y a échangé d'après un rapport consulaire allemand :

Nom des Compagnies cuprifères	Nombre de titres	Cours (Pair \$ 100)	
		le plus haut	le plus bas
Amalgamated Copper Cy . .	7.045.025	103 7/8	118 1/4
American Smelting and Refining Cy	1.623.610	153 7/8	174
Anaconda	2.333.340	230	300

Il est vrai qu'une circonstance particulière accroît l'ampleur des transactions. Des brokers, intéressés à cette multiplication, acceptent d'acheter 5.000 actions à un certain prix et refusent arbitrairement d'en procurer, par exemple 500, au même prix. Cet abus, qu'à découvert la commission d'enquête nommée par le gouverneur Hughes, sera d'ailleurs bientôt supprimé.

Enfin la plupart des titres américains sont imparfaitement classés, c'est-à-dire répartis entre des portefeuilles qui les conserveront, parce que leurs propriétaires sont en dehors des informations coulissières. En réponse à une question, voici ce que nous a écrit M. A. Noyes, de l'« Evening Post » : « You are right in thinking that American Stocks are not all « classés » in the sense that the French market applies to that term. There is no market in the world where so immense an

vers ces grandes foires modernes. Néanmoins, en 1792, « 24 brokers se réunirent sous un arbre et signèrent un arrangement par lequel ils s'obligeaient à compter à leur clientèle une commission uniforme ». Ce fut l'origine de Wall-Street.

amount of Stocks is constantly held by speculators throught use of borrowed money, *solely for the purpose of silling on a small rise* or buying back again on a moderate decline. You are right in believing that this explains the frequent and violent fluctuations on our Stock-Exchange. »

On vendit donc le 16 octobre 107.000 actions de l' « American Smelting and Refining Cy » ; parce qu'on apprenait que des mines de cuivre possédées par cette compagnie au Mexique cessaient d'être exploitées. Ce titre tombait ainsi de 73 1/8 à 69 g. On notait l'absence de toute résistance des acheteurs (*new buying power*). A la fin de la journée, on apprenait la faillite d'une firme peu importante du Stock-Exchange (la maison Gross and Kleeberg), défaillance entraînée par la baisse d'une action cuprifère, l' « United Copper », qui clôturait cependant en reprise de six points. On craignait que la baisse du cuivre n'entraînât la fermeture d'autres banques (1).

Les marchés européens étaient différemment disposés. Cet exemple, et d'autres que nous donnerons plus loin, montre que la solidarité des bourses a été parfois exagérée (même si l'on tient compte de la différence

(1) On apprenait le 17 octobre la débâcle de la « Private Bank of T. W. House » à Houston (Texas). M. House publiait cet avis : The action was necessitated by *money market* and to the further fact that so much of my and most productive quality in stringent times cannot be considered a quick asset.

d'heures par laquelle la cote de New-York n'est apprise en Europe qu'après la fermeture des bourses).

On signalait à Londres, le 16 octobre, des ordres d'achats pour le compte de la France. On considérait quelques demandes télégraphiées d'Amsterdam comme un indice de « convalescence » en Hollande, tout en estimant non encore solutionnés les résultats déplorables de la spéculation allemande aux Pays-Bas.

Les actions de cuivre, si agitées en Amérique, étaient fermes à Paris et à Londres, et les financiers parisiens étaient émus en clôture... par le bruit de la mort de l'empereur François-Joseph !!

La situation économique demeurait meilleure que le marché financier. Le stock de fer brut se réduisait en Angleterre, prouvant l'activité des demandes industrielles. Les recettes des chemins américains progressaient encore de 6 0/0. Mais à New-York, la dépression financière s'accroissait. La « Smelters » baissait à 68, l'« Amalgamated » à 45 5/8. Et on apprenait une première sanction contre le groupe financier qui, par ses agissements, peut être rendu partiellement responsable des difficultés de 1907.

Le 17 octobre, en effet, le *Stock-Exchange* suspendait pour un an MM. Otto Heinze et Compagnie.

Pour comprendre cette mesure, il faut se rappeler que les bourses anglo-saxonnes n'ont pas une organisation aussi définie que celle de Paris par exemple.

On n'y trouve point cette corporation des agents de

change offrant une garantie solidaire illimitée et jouissant d'un monopole, tandis qu'à côté d'eux, selon une division des affaires, commode et souple, sinon logique, des banquiers (coulissiers) réunis en syndicat opèrent pour les valeurs non admises à la cote officielle. Les *firms*, maisons de banque et de commerce admises dans l'enceinte du Stock-Exchange, sont astreintes à des règles moins rigoureuses. Leurs chefs sont des coulissiers — et des coulissiers faisant la contre-partie, c'est-à-dire vendant et achetant à leur clientèle pour leur propre compte. Aussi se livrent-ils à ces jongleries des capitaux, à ces tours d'équilibre financier qui parfois réussissent, en vertu d'on ne sait quel prodige, mais qui peuvent souvent aussi leur casser les reins.

C'est ainsi qu'en 1908, on dut expulser du Stock-Exchange deux membres de la maison Brown and Co qui, le 22 août, après avoir vendu des milliers d'actions à découvert, avaient un actif inférieur à 1 0/0 de leurs engagements. En avril 1910, après une enquête du grand jury de New-York, qui dura plusieurs années, vingt-neuf financiers de divers centres américains ont été, pour opérations frauduleuses, l'objet d'une rafle policière.

Actuellement, la principale menace agissant comme un frein sur les courtiers imprudents, est celle d'une exclusion du Stock-Exchange ; et les réalisations de ces exclusions et suspensions constituent les principaux accidents de la vie boursière d'Amérique, précipitant

la chute des cours et déchainant la tempête). La suspension de M. Heinze amena automatiquement la « State Savings Bank », de Butte (Montana), qu'il soutenait, à déposer son bilan).

Le 18 octobre retentit dans les ordres de bourse le contre-coup de ces nouvelles. Le chiffre des échanges dépassa 1.087.000 actions, dont 156.000 Amalgamated et 106.000 Smelters.

L'« Union Pacific » perdait 4 points $1/2$ et la « Smelters » 7 points.

On annonçait pour rassurer les acheteurs que le « Clearing-House » secourerait la « Mercantile National Bank », atteinte par la baisse des titres cuprifères sur lesquels elle avait prêté beaucoup d'argent. Mais cet appui ne serait apporté qu'après la démission de tous les directeurs de la banque. Un très important personnage, le contrôleur de la circulation des Etats-Unis, M. Ridgely, disait que, dans ces conditions, il en accepterait la présidence.

Le 19, la baisse continuait, la valeur moyenne des actions de chemins de fer était de 90 $1/4$ (record minimum) contre 93 $1/2$ la semaine précédente et la perte moyenne s'élevait à 4 points pour les principales valeurs industrielles.

Les premières importations d'or se manifestaient, mais sans le caractère exclusif qu'elles auront un mois plus tard. La maison Müller et Schall achetait encore \$ 1.500.000 d'or qui devaient être embarqués pour

l'Allemagne. La période pendant laquelle le métal monétaire sortait naturellement, par l'attrait des demandes que j'ai signalées, n'avait pas encore fait place à celle des coûteuses rentrées d'or.

L'événement du jour était le refus par le contrôleur de la circulation » d'accepter la présidence de la « Mercantile National Bank ». On se demandait comment M. Ridgely qu'on savait ami de M. Morse, ne l'avait pas plus tôt dissuadé d'avancer autant de capitaux sur des obligations non immédiatement réalisables.

Le comité du « Clearing » manifestait l'intention d'éliminer M. Morse comme il l'avait fait pour M. Heinze. On disait que ce comité « compulsait les comptes d'une série de banques bien connues ». Il donnait quarante-huit heures à la « Mercantile National Bank » pour mettre en ordre ses comptes si elle voulait utiliser son appui.

Le « Statement », compte hebdomadaire et collectif, publié par les « banques associées de New-York » (c'est-à-dire celles faisant partie du « Clearing-House »), produisait une bonne impression.

Les prêts (1) avaient, pendant la semaine, diminué de \$ 6.556.000 (moins, toutefois, qu'on ne l'espérait après l'importante liquidation constatée).

L'accroissement de l'encaisse métallique s'élevait à \$ 6.795.000.

(1) Les bilans publiés aux Etats-Unis ne distinguent pas les escomptes et les prêts.

Les dépôts avaient diminué de \$ 337.000 seulement.

Le surplus de la réserve légale (quantité dépassant les 25 0/0 des dépôts, exigés par la loi) avait augmenté de \$ 6.528.000 et atteignait \$ 11.182.000 contre \$ 6.201.000 l'année précédente.

D'après ces chiffres, la crise pouvait paraître écartée.

CHAPITRE IV

LA PANIQUE.

Charles-W. Morse et ses entreprises. — Le contrôle des banques par quelques agioteurs. — La nuit du 19 octobre. — Démission de M. Barney. — Le run du Knickerbocker. — Discours de MM. Roosevelt. — La séance du 22 octobre au Stock-Exchange. — La « Trust Cy of America ». — L'impression dans les Etats. — A Pittsburgh. — Achats au comptant. — En Europe. — Panique à Rotterdam. — Les banques des Etats-Unis réclament un préavis. — M. Cortelyou. — L'optimisme officiel. — La clôture du 24.

Sitôt après l'exclusion de F. Augustin Heinze et de ses frères Otto C. Heinze et Arthur P. Heinze, on apprit que Ch. W. Morse avait démissionné de toutes les banques qui lui étaient affiliées. Celles-ci comprenaient principalement la « National Bank of North America » (au capital de \$ 2.000.000), la « New-Amsterdam National Bank » (cap. \$ 1.000.000) et la « Garfield National Bank » (cap. \$ 1.000.000). Elles avaient reçu au total pour \$ 80.000.000 de dépôts. Et ce n'étaient que quelques-unes des entreprises de ce financier. Il avait guidé la destinée du « Trust de la glace » créé vers 1899, et il s'en était retiré après l'enquête qui avait frappé cette organisation.

Il s'occupa d'une vaste machine, condamnée à un iné-

visible échec et baptisée d'un nom sonore : le Trust de l'Océan. Pour lui procurer d'illustres patronages, on offrit des millions de dollars à de célèbres financiers. L'objet grandiose de l'entreprise devait stimuler l'admiration des souscripteurs crédules.

On avait émis 60 millions d'obligations 4 0/0, dites « Consolidated Steamship ». Avidement demandées, à leurs débuts, aux environs de 30 dollars, elles clôturaient le 19 octobre à 16 dollars $1\frac{1}{2}$ (1). L'action du « Trust de la glace » était vendue à 20 \$ en baisse de 80 points depuis le mois de janvier.

Ce groupe animait encore une douzaine d'entreprises moins vastes. Les représentants des intérêts Morse déclaraient bien que leurs banques étaient toutes solvables, que les entreprises maritimes, dont ces financiers avaient tenu plus ou moins adroitement le gouvernail, n'avaient pas été mélangées avec leurs affaires de banque. Cette distinction nous paraît trop scholastique pour des banquiers. En réalité, aucune précaution n'avait été prise « pour établir une cloison étanche entre l'aléa des affaires et la sécurité de l'épargne ».

Ce sont ces intérêts si divers embrouillés dans les

(1) Cette baisse a été justifiée par un communiqué officieux de cette société disant : « On estime généralement que le coupon de janvier des « Consolidated Steamship Co 4 0/0 bonds » ne sera pas payé, non parce que les bénéfices sont déficitaires (1), mais parce qu'ils ont été employés à la construction de navires et qu'il est peu légitime d'émettre des obligations nouvelles pour payer l'intérêt des anciennes » (*Financ. Chronicle*, 2 novembre 1907).

maines de quelques joueurs qui ont répandu l'effroi parmi des millions de déposants économes.

Avant toutes les crises, on observe cette concentration exagérée, mais avouons-le, inévitable d'entreprises multiples sous le pouvoir de quelques magnats de la finance. « La concentration des entreprises en vue de la spéculation plutôt que du développement de l'industrie, voilà la cause générale de l'insuccès », écrivait déjà M. P. Cauwès en 1878, et il citait « ce fait qu'un administrateur du « Crédit mobilier » se trouvait, en 1863, à la tête de dix-neuf compagnies au capital de 3 milliards $1/2$ ». Des milliards sont à la disposition de spéculateurs comme M. Otto Heinze qui achetait le 14 octobre des milliers d' « United Copper » afin d' « étrangler » les vendeurs offrant, croyait-il, plus de titres qu'ils n'en pouvaient livrer.

Aussi, à côté des financiers qui représentent encore les traditions anciennes, on en trouve d'autres plus immodérés dans leurs ambitions et formant une société moderne « dont on ne saurait dire, selon l'expression de M. Gaston Deschamps, si c'est une aristocratie démoralisée ou une plèbe enrichie ».

« The amalgamation of railroads into large systems, écrivait le Dr Shaw dans l'*American Review of reviews*, has brought the control of transportation into Wall-Street. The Oil business, the sugar business, the steel business, the tobacco business and a great many other leading industries are practically controlled from offices

located in the financial district of New-York City. The chief insurances companies of the country, With their assets reaching into the hundreds of millions of dollars have their head quarters in that same financial district. The great insurance companies, railroad companies and industrial companies are now controlled by a set of men who also control the great banks and trust companies of New-York City. » C'est le résultat d'une évolution naturelle à laquelle les lois se heurteraient vainement. Les abus, d'ailleurs, tels que les spéculations de Jay Gould sur les chemins de fer, les malversations des compagnies d'assurance (1), les opérations de l'« Amalgamated Copper » en 1900, et quelques autres « flibusterie financière, sont relativement exceptionnels. Il ne faudrait pas généraliser et ne voir dans les courtiers de Wall-Street que des bandits organisés.

Nous lisons avec plaisir cette opinion d'un banquier anglais, Mr. J. W. Cross : « Tout ce que je puis dire après dix années d'expérience, c'est que, de toutes les places, Wall-Street est celle donnant le plus de satisfactions, malgré ses batailles et ses chutes exténuantes. Le danger permanent aux Etat-Unis, c'est la passion des grandes opérations, mais la moyenne de « business-men » est probe, aussi probe qu'en Angleterre.

(1) En février 1905 éclata le scandale de l'« *Equitable Life* ». Les fonds des réserves et ceux des assurés avaient, apprit-on, financé le « Steel Trust ». Des gratifications avaient été accordées aux directeurs de la société, à des comités politiques, des membres du Parlement et des journaux.

« Voici cinquante ans que je m'intéresse aux obligations américaines, et je n'ai cessé d'augmenter la participation que j'y ai prise. Autant que je m'en souviens, je n'ai pas connu un genre de placements qui m'ait donné plus de satisfactions pendant ces cinquante années, pour ce qu'elles m'ont coûté, l'intérêt qu'elles m'ont rapporté et le prix auquel j'ai pu les revendre, même aux cours de panique (1). »

Le *Times* a remarqué très justement : « Nous avons souvent décrit l'effet produit sur le peuple actif des Etats-Unis par la contemplation des ressources infinies et seulement partiellement exploitées que leur pays contient, ainsi que par la nature de leurs institutions sociales. Tout cela crée une disposition dans les affaires quotidiennes à supporter des risques que nous, dans cette vieille contrée (in this « effete old country ») n'oserions pas assumer ; en partie, cela peut être proclamé, à cause d'un respect ingénu pour le bien d'autrui, et en partie aussi parce qu'une banqueroute est une chose beaucoup plus sérieuse en Europe que dans un pays nouveau.

Un Américain qui a « failli (who has « bust ») peut espérer recouvrer sa position, en payant ce qu'il doit après un espace de temps relativement bref. Ses chances de refaire fortune sont beaucoup plus nombreuses qu'ici. S'il n'a rien commis de déshonorant, ni lui, ni

(1) *The Nineteenth Century*, 1907.

sa famille ne seront très atteints socialement, les amies de son épouse et de ses filles étant en général tout à fait conscientes qu'une pareille infortune pourrait aussi les frapper (1) ».

La démocratie américaine considère ses milliardaires sans envie et ne piétine pas ceux qui sont tombés. L'audace de ceux qui ont triomphé a contribué à sa fortune.

« L'Amérique, a écrit le vicomte d'Avenel (2), ne grandit et ne prospère que parce que ses citoyens laborieux et intelligents sont tous des risqueurs. Il est clair que l'esprit de risque, c'est le goût des entreprises ; c'est la richesse d'une nation. »

On prévoyait le 19 octobre que la prochaine décision prise par l'initiative du « Clearing » serait celle d'éliminer les deux fils du Général Thomas, Orlando F., et Edward R. Thomas, associés aux Heinze pour la « Consolidated National Bank ». Le comité du « Clearing », disait-on, réprimerait les pratiques des nouveaux financiers qui s'assuraient « une longue chaîne de banques », en empruntant sur les actions de l'une d'elles afin d'acheter le contrôle des autres. S'assurer le concours de quelques banques (et de plusieurs journaux), tel est, en effet, le rêve des « brasseurs d'affaires ».

On n'empêchera jamais les ententes, les concilia-

(1) *The Times*, 26 octobre 1907.

(2) D'Avenel, *op. cit.*, p. 88.

bules, les alliances entre financiers. Mais il faut faire une distinction. Les prêts s'adressant aux entreprises sérieuses fortifient des situations établies et ne présentent rien de répréhensif.

Les banques locales sont les auxiliaires naturels du commerce local et les sociétés de crédit des grandes industries nationales. « Sans doute, lit-on dans le Rapport du conseil d'administration du « Crédit Lyonnais » (1) il n'est pas possible de consentir des avances qui, par leur durée trop longue, équivaldraient à une véritable commandite. D'ailleurs toute affaire industrielle sagement constituée trouve dans ses ressources propres les éléments nécessaires à son fonctionnement normal : elle peut cependant avoir besoin, notamment lors de l'achat des matières premières et avant leur transformation en produits finis, de ressources momentanées dont nous sommes toujours prêts à lui faciliter la réalisation. »

Les crédits ouverts par les banques des Etats-Unis sont loin d'être « momentanés ». Souvent aucune catastrophe n'en est résultée. La « National City Bank » fit des avances importantes à la « Standard Oil Cy » et escompta largement ses effets. L'influence toute puissante de M. Morgan ne causa certainement à la « Bank of Commerce » aucune perturbation. Personne n'attaqua la « First National Bank » pour avoir accepté du

(1) Rap. pour 1909, p. 7.

« Rock Island », pendant ses embarras de 1903, une copieuse liasse de ses effets.

On peut flétrir au contraire les avances pratiquées sur des obligations de l'« Interberough Metropolitan », des actions de « l'Union et du Southern Pacific » ou des titres de la « Corporation de l'acier », dans le seul but de faire monter la cote de ces grandes entreprises.

Il en est de même pour les émissions de titres que pour les prêts et avances.

Les banques ont le droit et le devoir d'offrir à leur clientèle des occasions de placements sérieux (1).

Pourquoi s'en défendent-elles quelquefois ? Les grands établissements du crédit français, les puissantes banques de Londres ouvrent leurs guichets pour des emprunts de villes et d'Etats étrangers ou même des actions et obligations industrielles.

Ce qu'on doit dénoncer énergiquement, ce sont les

(1) Cette question des placements conseillés par les banques a toujours soulevé des discussions et des protestations assez inutiles. Le « Crédit Foncier » de France s'étant lui-même intéressé à des émissions (300.000 bons des chemins de fer Lombards vendus à 465 fr. et produisant 30 fr. d'intérêt annuel), M. Pouyer-Quertier protesta au Corps Législatif le 7 mars 1866 à l'occasion d'une discussion de l'adresse : « Ainsi voilà les conditions que remplit le crédit agricole (*Rires et chuchotements*). Il demande de l'argent à l'agriculteur pour l'emporter dans le Sud de la Lombardie et pour y faire les chemins de fer de l'Italie. N'employons pas les épargnes de nos paysans et nos travailleurs dans les marais de l'Autriche ou les steppes de la Russie. » « Le fruit des économies » américaines est employé en Amérique, mais les dépôts de banques rurales, au lieu d'augmenter le crédit des laboureurs, permet les spéculations des agioteurs du Wall-Street et l'on ne s'en étonne pas beaucoup.

émissions facilitées par quelques banques et destinées à donner du crédit à des « gamblers ». En cherchant, si nous osons parler ainsi, les « dessous » de certaines émissions américaines, nous les trouvons dans l'intérêt qu'un spéculateur trouve à fabriquer des obligations sur lesquelles un banquier complice lui avancera des capitaux.

De là proviennent des inflations de capital nominal nullement en rapport avec les réalités.

Voici un exemple d'« inflation » que révéla la commission des services publics nommée à New-York par le gouverneur Hughes.

En 1906, se formait la « Compagnie métropolitaine », pour fusionner les lignes de railways aériens qu'apportait M. Ryan, et les lignes souterraines jusque-là détenuës par M. Belmont. Dès lors, la concurrence ayant cessé, toutes les « pirateries » étaient possibles. Le Métropolitain acheta par exemple à un prix élevé une ligne dont la valeur était hypothétique, car elle résultait d'une simple concession, contre laquelle un recours pendait devant les tribunaux. Cette ligne légendaire permettait d'allonger une des colonnes du bilan.

Les faits de ce genre ne sont possibles que par les capitaux trop abondamment mis par le public et les banques à la disposition de financiers sans scrupules.

Mais quels banquiers, demandera-t-on, consentent à entrer dans ces combinaisons ?

La plupart des « banques nationales » sont à l'abri

des soupçons. Mais les « trusts companies » (ce terme compte parmi les mots si mal traduits qu'il vaut beaucoup mieux ne pas l'essayer), les « trust companies » ont participé davantage aux imprudences de la spéculation. La mission de ces établissements financiers est de gérer les fortunes que les particuliers leur confient. Ils constituent donc une proie tentante pour les « lanceurs d'affaires » et, selon les termes de M. R.-G. Lévy, ils « ont besoin de directeurs à la fois honnêtes et capables pour bien administrer leurs ressources, faites presque exclusivement du patrimoine d'autrui ».

Or, par la concentration des « trusts companies » sous l'influence de groupements d'intérêts, les richesses dont elles disposent, au lieu de faciliter les rouages du crédit national, servent de fonds de roulement à des partis de spéculateurs (1).

Ainsi, en outre d'une « banque nationale », la « Consolidated National Bank » (capital : \$ 1.000.000), les frères Thomas contrôlaient, comprimaient l'« Hamilton Bank » (capital : \$ 200.000), la « Mechanics and traders Bank » (capital : \$ 700.000), la « Hudson Trust Company » (capital : \$ 1.000.000) ; et de l'impulsion qu'ils

(1) Les banques américaines sont victimes d'un autre danger. Il consiste dans l'abus du crédit au profit d'un emprunteur, qui résulte d'avances contractées dans divers établissements après épuisement du crédit ouvert par l'un d'eux. Un financier du genre des Morse n'a pas un banquier, mais plusieurs, qui ne peuvent se communiquer l'état de leurs avances. Cet abus provient de la multiplicité des banques aux Etats-Unis.

leur donnaient dépendait l'emploi de \$ 20.000.000, c'est-à-dire de cent millions de francs appartenant à autrui.

La carrière de leur associé M. Heinze, le développement de son influence grandissante ont une histoire assez curieuse. Il fut enrichi par une convention avec l'« Amalgamated Copper », après une campagne menée contre cette compagnie du Montana. Il devint alors propriétaire d'un stock d'actions de l'« United Copper ». Il manœuvra de telle sorte, à la tête de cette entreprise, qu'elle paya temporairement des dividendes substantiels. Le moment étant propice, il apporta ces actions au marché de New-York, au marché coulissier du « Curb », en dirigeant une réclame qui devait inciter le public à les enlever. En même temps son influence prédominait dans plusieurs banques de province telles que la « State Savings Bank » et la « Silver Bow National Bank », à Butte (Montana).

Plus puissant encore fut M. C. Morse, autre membre de cette « clique », si nous employons l'expression des Américains eux-mêmes. Sa participation au « Trust de la glace », que nous avons citée, lui procura un stock d'actions de cette entreprise, qu'il s'empressa de revendre. Plus tard le « Trust de l'Océan » le laissa détenteur de « Consolidated Steamship bonds ». Malgré ses efforts, le public demeurait sceptique. Les « obligations consolidées de la navigation », dont la valeur nominale était de \$ 100, étaient vendues au commencement de l'année

à 25 ou 30 dollars seulement. Il fallait tenter quelque chose pour les écouler. Le plus sûr procédé était de s'affilier plusieurs banques.

Depuis quelques années, M. Morse avait l'habitude d'acheter tous les titres qui lui permettraient de s'immiscer dans les banques secondaires de New-York. Il avait pris ainsi quelques intérêts dans la « Mercantile », la « New-Amsterdam », la « Fourteenth Street », l'« Hamilton », la « Garfield National », le « Van Norden Trust », la « New-York Produce Exchange » et une demi-douzaine d'autres banques.

M. Heinze ayant bientôt joint ses forces aux siennes, le « Roi de la glace » augmenta sa participation dans la « Mercantile National Bank » et résolut de livrer une grande bataille pour acquérir le contrôle que détenaient encore les Gould. Finalement, il la gagna et put acheter le stock de titres, propriété de ces milliardaires.

« Voilà donc, a dit une revue d'Amérique, ces deux financiers « nouveau style » et animés de la flamme du jeu, à la tête d'une grande machine destinée à recueillir l'argent du peuple, l'argent de toutes les classes de la ville. »

Leur « Mercantile National Bank » recevait les dépôts importants des banques provinciales et des financiers du Stock-Exchange. La « Bank of Nork America » qu'ils contrôlaient aussi, quoique moins directement, avait une clientèle analogue. Ils étendaient également leur

action sur des banques de second ordre. Les directeurs des « trust companies » n'étaient entre leurs mains que des marionnettes dont ils tiraient les fils. Ils s'occupaient aussi bien « de l'office central du « Van Norden Trust », accueillant les dépôts de l'opulente Cinquième avenue, que des succursales de cette banque cherchant la clientèle des marchands ambulants. Rien n'était trop grand ni trop mesquin pour ces hommes. Leur filet recouvrait la ville. » Seul un événement imprévu, la baisse du cuivre, a déchiré leur pacte oligarchique. Ils avaient aggloméré une *trentaine de banques*. Ils se croyaient *près d'acquérir l'hégémonie financière*.

Telle était l'organisation qu'ils avaient confectionnée. Pour savoir comment elle fonctionnait, il suffit d'observer qu'avant l'intrusion des « intérêts Morse » dans la « Mercantile », cette banque avait un excédent de réserve légale s'élevant à cinq millions de dollars. Neuf mois plus tard, ce chiffre était tombé à un million. Pourquoi cette perte ? Parce que les « obligations de la glace », les « bons de la navigation », les actions du « cuivre unifié » *avaient pris dans la contre-partie des dépôts la place des titres « dorés sur tranches »*.

Nous ne voulons pas dresser ici un acte d'accusation, mais nous devons rendre à MM. Morse, Heinze, Thomas etc. leur part de responsabilité dans ces aventures de Bourse. Ne disons peut-être pas « dans ces actes criminels », car ils y étaient entraînés par les habitudes de leur milieu. Comme le disait en soupirant le

héros d'un roman américain : « Ce n'est pas moi qui ai accaparé le blé, c'est le blé qui m'a accaparé. »

Et puis, il est difficile de discerner la part des hommes dans cette sorte de faits. Ainsi que me l'a écrit avec beaucoup d'esprit critique M. H. O. Meredith, professeur à l'Université de Cambridge : « De grands événements économiques peuvent rarement être expliqués d'une manière adéquate par la conduite d'un ou deux personnages : la question importante est toujours non pas « Firent-ils ceci ou cela » mais *Pourquoi* agirent-ils ainsi ? Le pourquoi doit être généralement cherché dans des conditions impersonnelles de l'activité des affaires. »

Quoi qu'il en soit, des imprudences ont indubitablement rompu l'équilibre financier et *précipité* une *crise latente* depuis plusieurs mois.

Après avoir examiné la plupart des faits qui préparèrent la panique, nous devons sourire en lisant que le Président Roosevelt, par ses discours intempestifs, a déchaîné l'ouragan ; et nous songeons aux fortes paroles qu'il prononça en Sorbonne : «.. Au dur matérialisme du temps de la vie de frontières succède le dur matérialisme d'un régime industriel encore plus intense et absorbant que celui des nations du Vieux-Monde.. »

On percevait nettement, le 19 octobre, les dangers de la politique que ces joueurs imposaient à leurs banques. Mais on croyait que celles-ci pourraient être dis-

crètement réorganisées (1). La situation générale était, au fond, si saine que les demandes tendaient à reprendre leur niveau normal à la Bourse. Le marché de Londres était ferme, et télégraphiait des ordres d'achat à New-York. Les « bears » accablaient en vain les acheteurs de leurs ventes multipliées. Ils trouvaient une contre-partie immuable, et ils devaient se replier. Le taux de l'argent à vue variait de 5 à 9 1/4 0/0, mais on croyait cette hausse temporaire et due à la réduction de certains crédits.

Le comité du « Clearing-House », par des communiqués officiels, encourageait l'optimisme.

S'il était désormais aussi tranquille, c'est parce qu'il avait décidé une exécution.

Un orage, en effet, approchait, et les événements pendant quelques jours devaient se dérouler comme le scénario d'un drame.

Tandis que le carillon de « Trinity Church », en haut du Wall-Street, appelait les hommes à la prière, le dimanche matin 20 octobre, un des plus remarquables comités de surveillance qui fût jamais institué, s'assemblait près de cette église dans un édifice de marbre blanc (2).

(1) D'ailleurs c'est à peine si les banquiers américains appréhendaient une crise : « A crisis is expected early in the week, Without mincing words, it is difficult to see how it can be avoided. Most bankers feel that it will clarify the whole situation » (La plupart des banquiers estiment que cela clarifiera la situation). *Herald*, 24 octobre 1907.

(2) Nous avons traduit d'un magazine américain *The World's*

Les quinze hommes qui se réunissaient au « Clearing House » ce matin-là, représentaient les forces alliées des plus grandes banques de New-York. La loi avait été vaine. Ils venaient pour décider, sans l'aide de la loi, l'acte nécessaire pour sauver le monde financier d'un cataclysme.

Pendant quatorze heures, ils délibérèrent. A minuit enfin, ils cessèrent leur discussion et se rendirent vers les auteurs du mal, apportant leur verdict, armés non par la loi, mais par la force. (Qu'elle est anglo-saxonne cette exécution privée subitement résolue par un comité indépendant !)

Cette nuit-là, en effet, quatre hommes étaient aussi réunis et discutaient avec angoisse au « Waldorf Astoria Hotel ». L'un d'eux, aux cheveux grisonnants, était M. Charles-W. Morse. C'était le « Leader », le « Promoteur ». Le second, à la physionomie expressive, était M. Fritz-Augustin Heinze, une célébrité dans les annales du cuivre. « Son visage est frais et juvénile, quoique tenace et résolu, le visage d'un lutteur. » Les autres étaient MM. E. R. et O. F. Thomas. Leur fortune provenait du Général Samuel Thomas, un financier de la vieille école, celle qui donna les Say Gould, les Fisk, les Drew, les Vanderbilt.

Leur association était devenue le moteur d'un système de banques. Celles-ci avaient dévié des sentiers

Work, décembre 1907, ce récit qu'on pourrait croire extrait d'une œuvre d'Upton Sinclair, ou de Mrs Edith Wharton.

du commerce usuel à la pente glissante de la haute banque.

Pendant neuf mois, confiants en la Fortune, ils avaient semé les vents. Maintenant, le 20 octobre 1907, à minuit, ils récoltaient la tempête.

Le « Clearing House Committer », harassé par cette nuit de veille, brusquement, sans phrases, leur disait : « Vendez vos parts ; évacuez vos banques ; ou, si vous résistez, supportez-en les conséquences. »

« Les conséquences », c'était pour eux la ruine, c'était pour le monde financier la panique, cette terrible panique qui se répand des banques en détresse à la foule clamant aux guichets pour son agent, à tous ceux qui tremblent pour leurs économies enfouies là, à l'intérieur d'établissements qui s'effondrent. S'ils résistaient, s'ils ne démissionnaient pas immédiatement, cela signifiait pour le lendemain (1) la faillite de toutes leurs banques.

M. Morse regarda M. Heinze. M. Heinze regarda M. Morse. Il n'y avait guère à choisir (2). « Nous vendons nos actions », répondirent-ils. Ce fut exécuté.

(1) Voici l'épilogue de l'histoire : Charles Morse a été condamné à quinze années de prison. Fritz Augustin Heinze, le « roi du cuivre » a été acquitté après un long procès en mai 1910. Cet acquittement fut accueilli par des acclamations enthousiastes ! « Des dames pleuraient. A Butte, les mineurs allumèrent des feux de joie, brûlèrent en effigie le procureur qui avait poursuivi et organisèrent des processions avec musique et bannières... » (*Temps*, 15 mai 1910).

(2) Voici cependant à titre de document la lettre de démission, en apparence volontaire, adressée par M. Morse :

« Owing to my connection with the affairs of the « Mercantile Na-

Le groupe des banques Morse-Heinze n'existe plus (1).

Le comité du « Clearing House » pouvait aussitôt publier la note qu'on désirait si vivement : « A committee of the « Clearing House » has examined the several banks of the association that have been under criticism, and find them solvent. The Clearing. H. Committe have decided to render them such assistance to meet their deposits as the committe may think necessary. »

Le 21 octobre, la confiance renaissait à la Bourse de New-York. A Londres, on estimait la situation des banques américaines très améliorée et l'on télégraphiait des ordres d'achat supérieurs de 40 à 50.000 aux ordres de vente. Cela permettait à l'« Atchison » une avance d'un point, à la Steel common, de 5/8, à l'« Union Pacific », d'un demi-point.

Tout n'était pas fini cependant. D'autres exécutions devaient être nécessaires.

La « Mercantile National Bank » annonçait, en effet,

tional Bank » and the seemingly disturbed condition of the public mind, I have determined without the slightest suggestion or solicitation on the part of any one (... J'ai décidé sans la plus légère suggestion ou sollicitation de la part de qui que ce fut), that my resignation from the various boards of directors of the other banks with which I am associated might be for the best interests of the depositors, stockholders and others interested in those banks. Accordingly I have this day sendered my resignation as a director in all of the banks in which I have been serving as director.

(1) C'est-à-dire pour le 21 octobre, le Stock-Exchange étant fermé le 20 octobre pour le repos dominical.

qu'elle ne compenserait (1) plus pour l' « Hamilton » ; et, le soir du 21 octobre, la « National Bank of commerce » informa le « Clearing » *quelle ne compenserait plus*, à partir du 22, pour la *Knickerbocker Trust Company* dont le directeur, M. Barney, avait eu des relations avec le groupe Morse. Les directeurs de cette banque se réunirent donc et M. C. T. Barney résigna ses fonctions de président (2).

Pendant cette assemblée, les directeurs et présidents d'autres « trusts companies » conféraient dans une salle adjacente du même hôtel et il y eut de fréquentes communications entre les deux assemblées qui finirent à deux heures du matin.

Un directeur du « Knickerbocker » déclara que les « trusts companies » lui ouvriraient si c'était nécessaire un crédit de \$ 10 millions. Ainsi entre les « trusts companies », on trouve la même solidarité qu'entre les banques nationales associées (3).

(1) Seules les grandes banques associées de New-York font partie du « Clearing House » ; mais afin que les « trust companies » bénéficient des compensations qui soldent les comptes entre banquiers par un jeu d'écritures, elles s'affilient à des banques nationales qui se chargent de les représenter à l'association du « Clearing ».

(2) Voici l'avis paru dans le « New-York Times » à ce sujet. « In view of the fact that the position of M. Barney, president of the Cy has become greatly extended, and although he had no loans with the Knickerbocker Trust Cy, and because of his connection with M. Morse and the Morse companies, the directors decided that the best interests of the company would be served by his withdrawal, he has resigned as president and will resign as director, and will also resign as director of the National Bank of commerce. »

(3) Voici exactement dans quelle mesure les banques nationales eurent

Les directeurs du « Knickerbocker » affichèrent dès le lendemain à la première heure l'avis que nous avons mentionné, déclarant « préférable » la démission de M. Barney. On y lisait que la « Knickerbocker » devrait liquider ses comptes, mais qu'elle avait conservé les garanties nécessaires et qu'elle était prête à tout événement. La Compagnie possédait, disait-elle, huit millions de dollars dans ses coffres et pourrait, s'il le fallait, s'en procurer davantage. Comme conclusion, on annonçait — ce qui est intéressant — que le meeting des présidents de « trusts companies », la veille au soir, s'était prononcé en faveur d'un projet de « clearing house for trust companies » analogue au « banks clearing house ». « This will enable all the trust companies to stand together as the banks do. »

Tout était-il donc terminé, « cleared out » ?

recours aux avances du « Clearing » pendant ces journées :

Le vendredi 18, pour secourir la « Mercantile », un fonds de \$ 1.800.000 avait été réuni au « Clearing » par une souscription entre neuf banques. En fait, le « Clearing House » avance à la « Mercantile » pour régler sa balance débitrice du jour :

Le 18 octobre	\$ 400.000
19 —	900.000
21 —	1.903.000
22 —	500.000
Total	\$ 3.703.000

La « Bank of North America », qui avait inspiré des craintes, finalement, n'eut pas recours à ces prêts, ses directeurs s'étant procuré \$ 1.750.000 par leur propre initiative. Mais la « New-Amsterdam » se fit avancer par le « Clearing »

\$ 100.000 le 21 sur une balance débitrice de \$ 198.000	
300.000 le 22 —	340.000

Rationnellement, oui peut-être. Mais la multitude ne réfléchit pas. Le matin du 22 octobre, un frisson de panique courut à travers la foule. Cette journée marque le point culminant de la crise, s'il peut être déterminé par l'émotion populaire.

Quand on ouvrit les portes, il y eut un « ran » des déposants à l'office central du « Knickerbocker Trust » dans la Cinquième Avenue et à ses succursales, dans « Lower Broadway » et la Cent-Vingt-Cinquième Rue.

Ces manifestations irréfléchies étaient partiellement provoquées par les « bruits » imprimés en larges caractères dans les journaux du matin.

L'excitation était très vive. La nouvelle que la « National Bank of commerce » ne voulait plus représenter au « Clearing » le « Knickerbocker » et la démission de M. Barney produisaient ainsi plus d'émotion que les péripéties des aventures Morse et Heinze la semaine précédente. On est surtout frappé par des faits tangibles ; or le « Knickerbocker » détenait pour \$ 60 millions (300 millions de francs) de dépôts de banque.

La « Knickerbocker Bank Trust Company » avait été fondé en 1884. Le capital versé était de \$ 1.200.000. L'action qui avait donné jusque-là d'importants dividendes cotait encore \$ 1.100 à 1.200 pendant la semaine précédente. La compagnie devait élever un édifice, un « skyscraper » de 22 étages, dont la construction coûterait \$ 1.700.000 ; et elle en avait acheté le terrain pour 1.750.000 dollars.

C'était donc une grande institution qui semblait tout à coup (1).

Pour prouver que les craintes étaient superflues, on augmenta le nombre des comptables occupés aux retraits de dépôts dans les succursales du trust. Devant une des agences, l'arrivée de deux camions chargés d'espèces eut l'effet immédiat de rassurer le public.

Ces mesures retardaient seulement l'inévitable.

A midi et demi, la banque cessait ses paiements.

Le second vice-président du « Knickerbocker » déclara à haute voix que la compagnie ne pouvait se procurer *instantanément* les disponibilités nécessaires, mais qu'elle était parfaitement solvable et reprendrait dès le lendemain ses paiements.

A ce moment, trois cents déposants affolés s'élançèrent vers l'office central et tentèrent d'enfoncer les portes que les agents de la banque cherchaient à clore. Il fallut réquisitionner la police pour disperser la foule.

Les critiques sérieux comprenaient que la possibilité pour le « Knickerbocker » de reprendre les paiements en espèces dépendrait de la décision des autres banques intéressées. Il ne pouvait évidemment liquider son achat en un jour ni continuer sans appuis ses opérations.

(1) Toutes les crises financières deviennent ainsi aiguës par la déconfiture d'une grande banque. En 1873, par exemple, on avait subi la faillite de la maison Jay Cook and Cook, en 1890 celle de Baring Brothers à Londres, etc.

Or les principaux banquiers affectaient d'être calmes. M. A. B. Hepburn, président de la « Chase National Bank », l'une des plus grandes de la cité, disait que la situation des banques serait bientôt meilleure, leurs troubles ayant pour origine les méthodes pernicieuses d'une coterie maintenant éliminée.

Pendant la journée la plus critique, les Américains confiants en leurs étoiles auguraient bien de l'avenir et donnaient un bel exemple d'énergie en faisant preuve d'une confiance que les événements devaient justifier.

En présence de ces faits graves, le gouvernement prit des mesures immédiates. M. Cortelyou télégraphiait de Washington son arrivée prochaine et donnait l'ordre aux agents du Trésor de répartir *six millions de dollars* entre les principales « National Banks » de New-York.

Que pensait M. le président Roosevelt de ces événements ? Conservait-il une attitude silencieuse et prudente ? S'estimait-il atteint ? Quelle réponse adressait-il aux pétitions des clubs le suppliant d'ajourner les nouvelles lois contre les trusts ?

Dans un discours prononcé ce jour-là même, à Nashville (Tennessee), il proclamait hautement : « Ma politique peut être résumée en une brève formule. Elle représente un effort pour punir la malhonnêteté chancelante. Je doute que cette politique ait eu sa part dans la source des troubles actuels. Mais si elle l'a eue, cela n'altérera point dans la plus infime mesure ma détermination de persévérer sans hésiter dans cette voie

pendant mes seize derniers mois de présidence. Tout ce que j'ai fait a été de *projeter la lumière* (1). Je suis responsable pour avoir projeté de la lumière, mais non pour ce que cette lumière dévoila, etc... »

Comme pour confirmer cette déclaration, on apprenait que les autorités fédérales avaient saisi à Virginia une consignation du « Tobacco Trust » ; et que l'avocat général Bonaparte, dans son rapport annuel, signalerait la nécessité de renforcer la « Sherman law ».

Mais le discours de M. Roosevelt n'était pas le seul de ces journées accidentées. M. Bryan, espérant que le parti républicain était compromis pour les élections futures, surenchérisait en attaquant violemment les trusts. Il demandait que toute société contrôlant plus de 25 0/0 d'une production soit munie d'une licence et qu'aucune n'accapare plus de 50 0/0 d'une industrie.

Au contraire, à Chicago, le 23 octobre au soir, M. Dawes, ancien contrôleur de la circulation et devenu président de la « Chicago central Trust Company », professait une opinion diamétralement opposée et critiquait la politique de M. Roosevelt : « The policy of pointing out to the hole in the side walk and declaring that the whole town is going to fall trough. »

Comment la Bourse accueillit-elle ces événements ?

(1) « ... All I did was to turn out on the light. I am responsible for turning on the light, but not for what the light showed. It is impossible to cut out the cancer without making the patient feel for a few days more sick than he felt before. »

Banquiers, courtiers et hommes d'affaires vinrent à leurs offices dès la première heure, ce mardi 22 octobre, afin d'être prêts à toutes les éventualités.

Le ton paisible avec lequel on avait la veille repris les transactions était remplacé par une inquiétante nervosité.

Le chiffre des échanges atteignit 1.374.000 actions.

Le « Canadian Pacific » perdit 3 points $\frac{1}{4}$, la « Southern » privilégiée $3 \frac{1}{2}$, les « Baltimore » $3 \frac{1}{8}$, « Reading » $4 \frac{3}{4}$, « Union » 5, « Milwaukee » $5 \frac{1}{2}$, « Northern Pacific » $6 \frac{1}{2}$, « General electric » 7, et enfin les « Delaware » $8 \frac{1}{2}$ (1).

Les ordres de vente câblés de Londres s'élevèrent à 50.000 actions, atteignant surtout la « Corporation de l'acier » et l'« Union Pacific. »

Le tumulte croissant du « Stock-Exchange », quand il apprit le « run » sur le « Knickerbocker », fut assez fort pour alarmer la rue. Après une seconde explosion de cris, les boursiers surent ou crurent savoir que cette compagnie était solvable, et ils se rassurèrent.

Le taux des prêts à vue s'éleva à 40 et 70 0/0. La maison « Kuhn, Loeb and Co » et la « National City

(1) Voici quelques cours de clôture :

Union Pacific.	112 $\frac{1}{4}$
Atchison.	77 $\frac{3}{5}$
Pennsylvania	114 $\frac{5}{8}$
Amalgamated	45 $\frac{1}{2}$

A Londres, le marché du « Canadian Pacific » était compromis par les ventes forcées des bourses allemandes où cette valeur était favorite (elle y est, encore aujourd'hui, justement appréciée).

Bank » consentirent pour fortifier le marché des avances au taux réduit de 6 0/0. Les « intérêts » Morgan, les Vanderbilt, le Trust du pétrole soutinrent utilement les compagnies sérieuses.

Les changes étaient très défavorables aux Etats-Unis. . « Sterling rates have fallen 30 to 60 points. Berlin is 1/8 lower and Paris has moved sympathetically, while the Amsterdam rate has fallen further 3 points to 40, 24 » (*Times*, 23 octobre 1907).

On ne constatait au « Stock-Exchange » qu'une seule chute, celle de la maison Mayer and Co, assez peu notoire, et dont les engagements (6 millions de dollars) étaient couverts par l'actif. Elle s'était spécialisée dans le trafic des titres qui avaient particulièrement décliné ce jour-là. Elle possédait 39.000 « Delaware » qui avaient baissé en une semaine de \$ 150 à 126 et qu'elle ne pouvait plus réaliser.

Cette première défaillance se produisait donc en raison de l'organisation que nous avons décrite, de la possibilité pour les courtiers de faire la contre-partie, faculté qui les rend détenteurs d'une partie des titres qu'ils échangent.

Enfin, le soir de ce 22 octobre, les présidents des principales « trusts companies » délibérèrent dans le bureau de M. Morgan et décidèrent de nommer un comité de cinq membres qui prendrait toutes les mesures utiles pour consolider les banques ; et, surtout, l'avis des secours apportés par M. Cortelyou terminait assez bien cette journée historique.

Le lendemain, la surexcitation ne fut pas moindre. Il y eut une poussée de déposants à la « Trust Cy of America », dont un journal du matin avait exagéré les troubles. M. Morse ne lui avait en réalité rien emprunté; M. Barney en avait seulement obtenu \$ 175.000.

La nouvelle des difficultés du « Knickerbocker » avait été associée à l'assurance qu'un aide lui serait apporté par de grandes banques internationales; aussi quand on fit la même annonce pour la « Trust Cy of America », personne ne voulut s'y fier (1). Le président de la compagnie quittait à 9 heures 1/2 le conseil des directeurs de la banque pour annoncer au public qu'elle était entièrement solvable. Dix employés commencèrent alors à régler les comptes de dépôts. Les retraits, qui durèrent deux jours et s'élevèrent à 200 millions de francs, furent supportés grâce à la coopération de M. S. Pierpont Morgan et de la « National City Bank ».

Une banque d'épargne, la « Dollar Savings Bank » subissait la même épreuve. Parmi les clients turbulents qui l'assiégeaient, on remarquait des Italiennes qui avaient conservé leur place toute la nuit dans la file des déposants.

La Fifth Avenue Trust Cy, la Lincoln Trust Cy, l'Industrial (dépôts, \$ 43 millions, cap. \$ 3 millions), l'International et ses filiales de Brooklyn, l'United States Exchange

(1) La « Trust Cy of America » qui avait récemment absorbé la « Colonial Trust Cy », avait reçu \$ 64 millions de dépôts privés.

Bank à Harlem, l'Union Trust Cy, à Providence (Rhode-Island), la Borough Bank of Brooklyn, la First National Bank, à Brooklyn qui représentait la précédente au « Clearing », la Jenkins Trust Cy, la Williamsburgh Trust Cy (dépôts, 8 millions) étaient aussi assaillies, et, pour la plupart, « étant donné ces circonstances extraordinaires, » fermaient temporairement leurs guichets « dans l'intérêt, disaient-elles, de leurs déposants ». Quelques-unes cependant payaient imperturbablement les sommes demandées. La « Lincoln Trust Cy », par exemple, avait des disponibilités suffisantes pour rembourser immédiatement 75 millions de francs.

Ces établissements n'étaient pas si démunis d'encaisse métallique qu'on pouvait le croire, et c'est une des raisons pour lesquelles nous hésiterons à employer le mot « krach » pendant tout cet exposé (1).

Il ne faut pas rendre les événements plus tragiques qu'ils ne l'ont été. Je ne crois même pas que ceux-ci aient attristé la physionomie de New-York. La panique était le « great event » de l'année. Elle rendait pendant quelques semaine la vie plus intéressante, « more exciting ».

Les journaux satiriques étaient émaillés d'images figurant la perplexité de M. Roosevelt, les soucis de M. Cortelyou ou les tracas de financiers en dérive, mais

(1) Nous préférons même le mot panique des Anglo-Saxons (panic) au terme crise signifiant difficultés arrivées à leur paroxysme, et trop souvent employé, car on se plaint toujours de l'état des affaires.

nous renouons à les décrire car on sait la finesse et la vivacité de l'humour américain...

Aux alentours de Wall-Street régnait une animation rare.

Ce qui ruine les uns fait souvent la fortune des autres. Every cloud has its silver lining. Les marchands de fruits et de « pretzels » étaient enrichis par les gens qui, pressés au seuil des banques, ne prenaient pas le temps de déjeuner. La cote des « pommes privilégiées » et des « raisins ordinaires » s'élevait, alors que les homards, qu'on n'apprêtait plus « à l'américaine », se négociaient à des cours de faillite. Les camelots qui conservaient des places dans les files de déposants réalisaient aussi des bénéfices. La foule, nous apprend le *Herald*, était assez joyeuse devant une banque pour s'amuser d'en voir sortir un client qui emportait avec gêne 10.000 dollars d'or dans un panier.

D'autres distractions de ce genre rendaient l'agitation moins pénible. Mais cela n'empêchait pas les ruines (1) qui désolaient l'intérieur de somptueux hôtels dans l'étincelante Cinquième Avenue.

(1) On eut à déplorer quelques suicides retentissants, particulièrement celui de M. Barney, l'un des financiers du groupe Morse, président du « Knickerbocker Trust ». Un autre financier, M. Slocum, se jeta d'un ferry-boat dans la mer... mais il fut sauvé à grand'peine... A Des Moines (Utah), le 1^{er} novembre, M. Franck Carter, caissier de la « First National Bank Chariten », se tua en laissant pour le contrôleur de cette banque une lettre où il la disait accablée de dettes. En Angleterre, un négociant de Glasgow, M. Green, qui était l'un des principaux actionnaires d'une banque de New-York, se suicidait dans le cab qui l'amenait au château de Rothesay habité par M. Lyons, son beau-frère.

L'attention à partir du 23 octobre se portait surtout vers la province. Comment les autres États de l'Union supportaient-ils le choc financier ?

A Chicago, les affaires que les banquiers limitaient à des avances sur céréales ou à des prêts garantis par des obligations sérieuses, n'étaient pas très troublées (1).

Les autres villes de l'Ouest, Cincinnati, Saint-Louis, Milwaukee, Minneapolis, Denver restaient en dehors des événements. Il en était de même pour San-Francisco tandis qu'on signalait quelques faillites dans l'Alabama et le Nevada (2). Le temps paraît loin, disait M. Mitchell, directeur de « l'Illinois Trust » où un cyclone à Wall-Street détruisait l'équilibre financier dans les États.

Les rapports des inspecteurs des banques n'étaient

(1) « Il semble bien, écrivait le 2 novembre 1907 M. Pierre Leroy-Beaulieu, que la Bourse soit plus touchée que le pays même » (*L'Economiste Français*). Ce n'était plus vrai un mois plus tard.

(2) A Birmingham (Alabama), la « Southern Steel Cy » (au capital de \$ 25.000.000) qui possédait des mines de charbon et d'acier et des usines métallurgiques fut déclarée en banqueroute.

A Goldfield (Nevada) après des articles parus dans les journaux de Denver, il y eut un run contre la banque de John S. Cook and Co. Le 23 octobre, la Nye and Ormsby County Bank décidait sa fermeture transitoire « in order to secure sufficient money to prepare for any run ». La State Bank and Trust Cy, de Carson City, y était aussi contrainte par son « inability to realize on stocks placed as security for a loan made to the L. M. Sullivan Trust Cy, which latter is in process of liquidation ».

Aussi le gouverneur du Nevada proclamait-il un legal holiday (jour férié) de trois jours comme devaient le faire plus tard ceux de l'Oklahoma, de l'Orégon, etc.

pas défavorables. C'est *plus tard seulement* que les villes de Floride ou de Californie seront atteintes comme par des ondes lointaines.

A *Pittsburgh*, cependant, des événements exceptionnels survenaient. La « Westinghouse Electric Company » suspendait ses paiements. C'était dû, disait-on, à ce qu'il lui avait fallu beaucoup de capitaux pour développer ses affaires et elle les reprendrait dès que le marché serait devenu plus tranquille. Des receivers (ce ne sont pas des liquidateurs ; la « receivership » est plus une gestion légale momentanée qu'une liquidation judiciaire) étaient aussi nommés pour les filiales de cette compagnie, c'est-à-dire pour la « Securities Investment Company », possédée tout entière par George Westinghouse, « the Westinghouse Machine Cy » et « the Nernst Lamp Cy ». Ces suspensions étaient causées par le refus que les banques de la ville opposaient au renouvellement des avances parvenues à échéance.

A la *requête du Clearing-House* de la localité, le « Stock-Exchange » de Pittsburg *décidait sa fermeture* pour les 23, 24 et 25 octobre 1907. Enfin, l'« Iron City Trust » de cette ville était aussi placé sous le régime de la « receivership ».

La séance de la Bourse, à New-York, pendant ces événements du 23 octobre ne pouvait qu'être agitée.

Les principales actions perdaient de 3/8 à 28 points.

L'excédent des offres de Londres sur les demandes de cette place était de 25.000 actions.

On craignait de nouveaux désastres. Les affaires étaient complètement entravées par les « scènes furieuses et sauvages » qui se produisaient devant les « trusts companies » ; la foule, par moments, obstruait totalement Wall Street ..

Le seul facteur propice, c'était que les gens ayant retiré leurs dépôts et ne sachant qu'en faire voulaient les replacer en titres mobiliers.

S'il faut croire M. Ch. Conant, les modestes rentiers nullement émus par la clameur de Wall-Street, augmentèrent leurs économies par l'achat d'actions à leur cours minimum, montrant plus de perspicacité ou plus de chance que les rusés professionnels.

(Pendant toutes les périodes de baisse purement spéculative, on constate d'ailleurs ces fructueux achats du « comptant ».)

Le Trésor des Etats-Unis envoyait à New-York 10 millions de dollars en billets. On pensait, d'autre part, que, dès *le payement des récoltes*, les *country banks* enverraient des dépôts aux banques centrales.

La bourse en définitive était moins désorientée que la veille. Un éminent financier de New-York répondait par ces mots brefs à une offre de prêts : « It is not necessary ; the situation is *well in hand*. »

Comment les bourses étrangères s'étaient-elles comportées pendant les journées des 22 et 23 octobre ?

A Londres, les seuls acheteurs, comme pendant toutes les époques de désarroi financier, se portaient sur

les valeurs absolument garanties. Quelques obligations progressèrent nettement. Au début de la séance du 22, les Consolidés furent offerts, mais on suspecta la sincérité de quelques ventes faites par des baissiers et leur cours clôtura à 83 $\frac{1}{4}$, *en avance de $\frac{1}{16}$* . Le « London County Three » progressait aussi d'un demi-point et le Local Loan Stock (1) d'un huitième. Les emprunts coloniaux étaient également recherchés.

Le lendemain, la crainte d'une hausse de l'escompte atténuait cette faveur des consolidés et ils perdaient $\frac{7}{16}$.

A Paris, le 23 octobre, on remarquait surtout la baisse de la « De Beers » (de 488 à 469) justifiée par des motifs qui seront exposés plus loin. Le Rio variait de 1639 à 1628. Comme les Consolidés anglais, le 3 0/0 perpétuel s'élevait de 94,17 $\frac{1}{2}$ à 94,30 (2) au comptant.

La Bourse était en général *très ferme*. Cette résistance du marché français aux influences extérieures est remarquable. « La Bourse de Paris, disait le *Journal de Genève*, est cousue d'or. » La « situation hebdomadaire » de la Banque de France révélait le 25 octobre une augmentation de l'encaisse. Or, les valeurs cuprifères elles-mêmes baissaient moins que le cours

(1) C'est un emprunt contracté par l'Etat Anglais pour des avances aux communes.

(2) Ce cours était maintenu, il est vrai, par des achats réitérés des caisses publiques.

des cuivres. On l'expliquerait insuffisamment par des rachats de vendeurs à découvert. De nouveaux acheteurs ont certainement été attirés par le prix réduit de ces actions. Durant toutes les crises antérieures, les fluctuations de Bourse ont ainsi été moindres en France que dans les autres pays.

Le marché de Paris *saisit tous les prétextes de hausse*, mais demeure presque indifférent aux événements qui motiveraient une brusque baisse de toute la cote.

Quant aux variations des changes, les financiers français n'ont jamais à s'en inquiéter beaucoup (1).

Les actions de banques étaient faibles, car les établissements de crédit déployaient peu d'activité en ce moment.

La gêne monétaire n'empêchait cependant pas l'« Union parisienne » de patronner un accroissement de capital de la « Banque Nationale du Mexique », et la « Société générale » offrait au public, à 98 francs, des obligations 5 0/0 de la « Westinghouse electric Company », dont nous avons dit les embarras. Le succès de

(1) Les effets sur la France sont toujours recherchés ; même pendant la guerre de 1870, les traites de la marine pouvaient être escomptées dans les contrées les plus lointaines. Le change est favorable à la France pour tous les pays. Nous ne sommes plus au temps où M. de Fontanes écrivait (de Londres, 29 novembre 1785) à son ami J. Joubert : « Vous savez qu'on perd beaucoup, d'après le cours du change, sur l'or ou le papier de France dans la Grande-Bretagne. Sur cent écus, il y a dix-huit francs de diminution ; la balance du commerce n'est pas en notre faveur comme vous le voyez » (*Les correspondants de J. Joubert*, Calmann-Lévy, 1883).

cette émission était plutôt douteux en un pareil moment.

De toutes les Bourses d'Europe, celle d'Amsterdam était probablement la plus onérée. Le taux des reports qui s'était maintenu en moyenne à 2,75 0/0 en 1905 et 4, 25 0/0 en 1906, s'éleva pendant cette période de 1907 à 5,60 et 7, 50 0/0 (taux auquel les spéculateurs durent fournir des couvertures en numéraire ou liquider leurs positions).

Il en résulta une conséquence imprévue. Après la fermeture de plusieurs banques, une véritable panique s'empara des déposants à la caisse d'épargne de Rotterdam.

Un soir, il lui fallut admettre de cinq heures à minuit les porteurs de livrets, par groupes de quarante. Afin de les calmer, la banque renonça à demander un préavis pour le paiement des sommes supérieures à cent florins.

Le lendemain, nous apprend une lettre au *Temps*, « des milliers de réclamants assiégeaient les bureaux, et la police, renforcée par les hussards, a eu fort à faire pour maintenir l'ordre... Cinq millions de florins, en billets de banque neufs, ont été expédiés d'Amsterdam à la Banque néerlandaise (à Rotterdam) dont une partie est destinée à la caisse d'épargne ».

La Bourse de Berlin n'était pas beaucoup moins atteinte. Les engagements de spéculateurs Germain en valeurs américaines avaient été très réduits par une coûteuse liquidation ; mais, par contre-coup, les valeurs

industrielles allemandes, sauf celles de produits chimiques, avaient baissé depuis le commencement de 1907 de 20 à 50 0/0.

A Londres, le 24 octobre, la tension monétaire diminuait déjà. La Banque d'Angleterre vendait aux banquiers de Paris £ 50.000 d'or français.

Le 24, à Paris, le *Rio Tinto*, c'est-à-dire la valeur qui malgré les soutiens intérieurs avait été la plus secouée, le Rio se relevait de 1.628 à 1.651, et le lendemain 25, de 1.651 à 1.700 francs.

Mais, quelque impassibilité qu'on pût y affecter pour les événements d'Amérique, une « reprise » était encore prématurée.

Le 24, en effet, le « Stock-Exchange » qui avait été calmé pendant le premier quart d'heure par des ordres venus de Londres, redevint plus alarmé que jamais.

Des « Unions » furent vendues au pair de \$ 100 (elles cotent aujourd'hui 190 environ).

Le taux d'intérêt du « call money » atteignit un instant 100 0/0. « On fut alors témoin de scènes sauvages. » Les avances de 100 millions de francs, réunies par le groupe (pool) de M. Morgan furent comme volatilisées. Les « Westinghouse » montèrent de 10 points, puis en perdirent 5.

Les fonds japonais sans raison plausible, baissaient de deux points, car on cherchait *par tous les moyens* possibles à *se procurer de l'argent liquide*.

De puissants intéressés empêchèrent la chute des titres de la « Corporation de l'acier ».

Enfin grâce à l'intervention de quelques généreux prêteurs à 6 0/0, les derniers prêts de la journée furent consentis à 20 0/0.

Le cours des changes était toujours désordonné. La Livre (change sur l'Angleterree) perdait 15 points pour les transferts, 55 pour les traites (draft), 65 pour le papier à 60 jours. L' « Amsterdam » et les effets sur l'Allemagne baissaient encore.

L' « Hamilton Bank » (1) et la « Twelfth Ward Bank » interrompirent leurs affaires. Un receveur fut nommé pour l' « Union Trust Company » ; mais M. John Rockefeller mit 10 millions de dollars à la disposition de cette banque.

Les « runs » diminuaient non parce que tous les déposants étaient payés, mais « parce que les rares guichets qui payaient mettaient plusieurs heures à régler un seul client », ou que les banques exigeaient un préavis antérieur aux retraits de dépôts.

La « New-England Trust Company » de Providence (Island), l' « Empire City Savings Bank, » de la 125^e rue, qui avait un compte courant à l' « Hamilton », l' « Union Dime Savings Bank » et d'autres banques d'épargne, réclamaient à leurs clients les *soixante jours préalables*. C'était une sage décision, avantageuse pour tous.

Ainsi que l'avait déclaré M. J. P. Morgan : « If people

(1) A la porte de l' « Hamilton Bank » était affiché l'avis suivant : « This bank is absolutely solvent. In justice to all depositors, it has suspended payment until public confidence in bank institutions is restored. »

will keep their money in banks, every thing will be all right (1). »

Le contrôleur de la circulation, M. Ridgely, et le secrétaire du Trésor, M. Cortelyou, qui décidait de prêter aux banques 25 millions de dollars, étaient aussi très optimistes.

Qui était donc ce M. Cortelyou, cette célébrité du moment, ce héros national, ce sauveur ?

Un jour, le président Cleveland dit négligemment au Conseil des ministres : « J'aurais besoin d'un habile sténographe, qui de vous aurait quelqu'un à me proposer ? » Après un silence, le secrétaire des postes répondit : « J'ai l'homme qu'il vous faut : c'est un beau jeune homme, rapide comme l'éclair, ponctuel comme une machine, et par dessus tout un gentleman. » Inutile d'ajouter que c'était Cortelyou. Il sut en peu de temps se rendre à tel point indispensable que le successeur de Cleveland, Mac Kinley, fit créer à son intention par le Sénat un poste de second secrétaire. Sous M. Roosevelt, il parvint au secrétariat du commerce et du travail et peu après on lui confia le secrétariat du Trésor. Ce poste, comme notre récit le prouve assez, est tout le contraire d'une sinécure. Il exige en Amérique autant d'énergie et de probité que de célérité de décision.

(1) « Si le public voulait garder son argent dans les banques, tout irait bien. »

A un dîner du « Graduates Club », auquel il trouvait le temps de prendre part, M. Cortelyou déclarait ce soir-là : « Nous passons par un temps d'épreuve ; malgré cela, ma foi en la stabilité générale des affaires se trouve renforcée par les exemples de grand courage et de dévouement au salut public qu'ont offerts d'influentes personnalités. Les points faibles ont été raffermis, et ce dont il faut surtout se féliciter, ceux dont l'influence était dangereuse ont été chassés de leurs positions. La détermination d'achever cette œuvre aura une portée considérable en rétablissant partout la confiance publique. »

M. Rockefeller, interviewé, disait aussi le 24 octobre : « J'estime que l'alarme actuelle des capitalistes est peu fondée et j'espère que le bon sens pratique des Américains surmontera les difficultés. Personnellement, j'ai une confiance absolue dans l'avenir de nos obligations et dans la saine condition du marché. Je travaillerai avec d'autres financiers à l'œuvre de défense contre ce que je crois fermement n'être qu'une crise temporaire. Tous ceux qui ont à cœur le bien du pays devraient par leurs paroles et par leurs actes prêter maintenant la main au rétablissement de la confiance. Je me propose d'y collaborer *jusqu'à la limite de mes ressources*. »

Le même jour, après une consultation entre MM. Morgan et Jacob Schiff, ce dernier disait « confidentiellement » à un journaliste : « I do not look for any more trouble » (Je n'envisage plus l'éventualité d'autres troubles).

Que d'entretiens, de déclarations, d'interviews cette crise ne suscita-t-elle pas ! Mais ils n'étaient point totalement infructueux. Des décisions se chiffrant par des millions de dollars y étaient prises.

C'est ainsi que « dans une heure d'hésitation, de nuit, de vertige, M. Harrimann, une des figures légendaires de la finance américaine, disparu au mois de septembre 1909, sauva la Société des chemins de fer Erié.

D'autres Compagnies furent aussi secourues par des interventions personnelle et des décisions périlleuses. « Nos banquiers, disait la *Financial Chronicle* dans un leading article, ont été confrontés cette semaine avec une situation extrêmement sérieuse et des conditions de crédit décourageantes. Cet état de discrédit était le fruit d'une grande étourderie et de beaucoup d'orgueil dans la conduite des affaires. Ils ont lutté contre, et en aventurant leurs millions, ils ont sauvé la cité de la plus désastreuse panique ».

La clôture du « Stock-Exchange », le 24, eut lieu au milieu d'une vive excitation ; mais les cours en général étaient plus fermes, et l'on observait même une hausse vacillante sur la « Corporation de l'acier ».

Quand les brokers, au parquet, constatèrent qu'il était trois heures et qu'une journée redoutable s'était écoulée sans accidents graves, ils s'assemblèrent au centre du vaste hall ; et, par trois ovations impressionnantes, ils saluèrent M. J. P. Morgan « dont l'initiative

en formant « a money pool » avait modifié le sens du flot au moment où les prix baissaient avec une effrayante rapidité ».

Un grand problème financier était presque résolu.

CHAPITRE V

LES CONSÉQUENCES DE LA PANIQUE.

Les événements de novembre. — Perturbation dans les Etats (Texas, San Francisco, etc.). — Les dépôts du Trésor. — Exportations de coton. — Réductions de salaire. — L'exode des ouvriers.

La période comprise entre les jours de panique que nous avons racontés et le commencement de 1908 est marquée par des événements moins violents peut-être, mais on y trouve des faillites nombreuses, des fermetures d'usines, une dépression commerciale universelle.

La crise alors *développe ses inévitables conséquences*, parmi lesquelles la plus importante fut une extraordinaire disette d'or.

On commença le 25 octobre à chercher de nouveaux moyens pour combler le déficit de la circulation monétaire.

M. J. P. Morgan et d'autres banquiers suggérèrent aux membres du « Stock-Exchange » de ne plus vendre et *acheter qu'au comptant*. Les principales firms refusèrent, dès lors, tous les ordres d'achat qui étaient don-

nés sans dépôts de fonds (1). Cela réduisit le nombre des transactions et les variations subites du loyer de l'argent à vue.

Puis la Chambre des compensations étudia la question d'admettre les « trusts companies » au bénéfice du « Clearing ».

Enfin on demandait déjà à l'Europe cinq millions de dollars en or métallique.

La tendance des autorités judiciaires avait été de s'engager que les liquidations *indispensables*. On désirait laisser subsister le plus de banques possible, et permettre à toutes les entreprises qui en seraient capables de se relever seules.

Malgré cette réserve, on apprenait par la statistique de la « Dun's Mercantile Agency » que le nombre des faillites aux Etats-Unis pendant la semaine écoulée atteignait 252 contre 228 la semaine précédente et 204 en 1907.

Au Canada, qui avait été très peu atteint par répercussion et dont les banques voisines de la frontière réalisèrent même de forts bénéfices, en prêtant aux Américains, il n'y avait eu que 32 faillites contre 45 la semaine précédente et 21 pour la semaine correspondante de 1907.

On avait même différé la nomination d'un receveur pour le « Knickerbocker Trust ». MM. Cortelyou, Mor-

(1) D'ailleurs les brokers, redoutant le « bluff » de leurs clients, exigent pour chaque achat ou vente une couverture de 10 à 20 0/0.

gan, John Stewart et James Stillmann avaient déclaré dans une conférence cette mesure inutile, car le trust, à l'aide de dépôts du Trésor, aurait plus d'argent qu'il ne lui en fallait pour rembourser ses clients.

Il fallut cependant le 25 octobre avouer l'impérieuse nécessité d'une administration légale du « Knickerbocker » et l'on nomma quatre receveurs pour l'examen de sa comptabilité (1).

Au contraire le « run » sur la « Trust Cy of America », qui donnait satisfaction à tous les réclamants, diminuait, et grâce à l'appui du Trésor, on pouvait considérer cette banque importante comme hors de péril.

Quant aux banques d'épargne, elles décidaient d'exiger toutes, les trente jours de préavis.

Au Stock-Exchange, le 25, 10.000 ordres d'achat seulement parvenaient de Londres, ce qui désappointait le marché. Le lendemain les achats pour le compte de l'Europe étaient plus importants. Mais au moment où la tendance des cours s'améliorait, le rapport hebdomadaire des banques (2) indiquant un déficit de 1.230.000 dollars dans les réserves légales produisait une très compréhensible émotion.

(1) Nous croyons que les créanciers du « Knickerbocker » ont été remboursés intégralement. Les receveurs payaient déjà le 2 novembre les intérêts et dividendes sur les capitaux des compagnies dont la « Trust Company » était l'agent financier.

(2) Leur encaisse avait diminué en une semaine de \$ 12.900.000. Cette différence était due aux retraits de dépôts et aux avances consenties aux compagnies les plus atteintes.

Ainsi malgré les dépôts multipliés du Trésor, *la loi avait été impuissante* à conserver aux dépôts de banque une contre-partie suffisante, ou plutôt les banques s'étaient trouvées dans l'impossibilité majeure de respecter une loi souvent inapplicable.

« Il y eut, disait le 26 octobre la *Financial chronicle*, il y eut des époques en 1890, 1893 et 1873 où les marchés étrangers étaient eux-mêmes si dépourvus que non seulement ils étaient peu aptes à aider New-York, mais encore ils draguaient de l'or américain et paralysaient par des ventes de titres la Bourse et le Trésor des Etats-Unis. Notre situation, à cet égard, est plus favorable aujourd'hui. Aucune dette flottante ne se dresse contre nous comme en 1893 (1). Les probabilités sont que les capitaux vacants convergeront vers Londres plutôt que sur le continent, car d'après toutes les apparences, c'est Paris qui fournit à Berlin les ressources qui lui sont nécessaires... Cela permettra au marché anglais de pourvoir New-York de toutes les possibilités qu'il y faudra. »

A Berlin, en effet, les spéculateurs s'étaient exposés à quelques mésaventures. Une banque perdait le 25 octobre 5 millions de marks par la baisse des obligations américaines. Alors ses directeurs, avec une belle audace, télégraphiaient à New-York d'en acheter encore pour

(1) Il y eut des époques de panique où le Trésor était si dépourvu qu'au lieu de prêter aux banques, il devait, malgré leur gêne, exiger le remboursements de tous ses dépôts.

un million pour profiter du relèvement qu'ils estimaient probable.

Mais on signalait aussi à Londres une défaillance. La « London bankruptcy Court » s'occupait de la faillite Mac Fadyen and Co. Le passif de cette banque s'élevait à £ 1.044.732 dont 470.155 étaient couverts par l'actif. En une douzaine d'années, ses spéculations lui avaient fait perdre £ 120.000, dont 50.000 avaient été prêtées à des planteurs coloniaux et 75.000 employées à des opérations sur les métaux.

Le 28 octobre, le Président Roosevelt exprimait sa gratitude à M. Cortelyou pour son inlassable et intelligente activité (1), dans une lettre publique qu'il terminait ainsi :

« Personne ne peut douter, en examinant la question de sang-froid, que les bases sur lesquelles repose notre fortune financière et industrielle sont équitables et solides, et que les opérations malhonnêtes des entreprises de spéculation sont de simples incidents ne diminuant pas notre réelle prospérité. »

Il manifestait donc comme M. Cortelyou, comme les chefs de la justice et des finances fédérales, comme les

(1) « Je vous félicite, écrivait M. Roosevelt, de la façon admirable dont vous avez traité la panique actuelle et je félicite aussi ces businessmen à l'esprit conservateur et pratique qui ont agi avec une pareille sagesse et un pareil sens des intérêts publics. Par leur action, ils ont rendu un service incalculable en mettant un terme à la crise qui avait commencé par la spéculation et qui finissait par menacer le crédit public... »

banquiers et les grands milliardaires, un parfait optimisme ; et chacun se félicitait d'avoir balayé les écuries d'Augias.

De la province cependant vinrent bientôt de fâcheuses nouvelles.

Le 29, toutes les banques d'Oklahoma-City annonçaient dans une proclamation qu'elles fermaient provisoirement leurs bureaux.

A Kansas-City, la « Bankers Trust Cy » (dépôts : \$ 800.000) et la « Bath Trust Cy », contrôlée par Charles Morse (dépôts : \$ 500.000) cessaient aussi leurs affaires.

A la demande du Clearing-House, la Bourse de La Nouvelle-Orléans décidait, sauf pour les valeurs de la ville, de suspendre ses opérations.

Le 31 octobre la « Banque de Chicago » demandait à Londres un envoi de deux millions d'or. La « Banque de Philadelphie » demandait un demi-million.

A San-Francisco la « California Deposit and Trust Company », considérée comme une des plus fortes banques de la ville, dut fermer ses portes pendant quelques jours. Le gouverneur de San-Francisco proclamait plusieurs « legal holidays ».

A Baltimore, on demandait la nomination de receivers pour la « Sud Baltimore Foundry Co » dont le passif s'élevait approximativement à un million de dollars.

L'actif était important, mais on ne pouvait immédiatement le réaliser. Il en était de même pour la « Friens Paters Co », à Dayton (Ohio). Sa dette s'élevait

à un million et son actif à deux millions de dollars, mais les circonstances ne permettaient pas sa réalisation (Le régime de la receivership convient parfaitement dans ces cas).

Le « Texas West Bank and Trust Cy », dont les dépôts s'élevaient à un million et demi de dollars, suspendait ses paiements à San-Antonio, dans le Texas, et le Trésor public de cet Etat qui y possédait un compte courant était momentanément insolvable.

En un mot, dans toutes les villes des Etats-Unis on constatait une *dépression générale* des affaires de banque et de bourse.

A New-York le 29 octobre, la dissolution du syndicat formé pour consentir des prêts avantageux provoquait un certain malaise et l'intérêt du « call money » s'élevait de nouveau jusqu'à 75 0/0.

M. Cortelyou continuait sa politique de dépôts dans les banques (qui avait déjà été celle de son prédécesseur, M. Leslie Shaw) et substituait l'argent de l'Etat à celui que les particuliers thésaurisaient.

Depuis les premiers jours de septembre, 70 millions de dollars fédéraux avaient été déposés de cette façon. Jamais auparavant une somme aussi considérable n'avait été mise par le gouvernement à la disposition des banques, en raison de crise financière.

Les recettes des chemins de fer et la situation économique continuaient à être bonnes, mais on ne leur accordait au « Stock-Exchange » qu'un intérêt rétrospectif. Cependant M. Cortelyou avait à Washington une

conférence avec les représentants de l'industrie cotonnière en vue de développer l'exportation de leurs produits. D'autre part les banquiers du Sud invitaient les planteurs à rembourser leurs avances gagées sur du coton.

Des quantités importantes de coton, *accumulées dans des entrepôts*, au Texas par exemple, devinrent ainsi *disponibles*. Il en résulta un grand mouvement d'exportation et l'offre, à l'intérieur du pays, de *cotton bills*, c'est-à-dire de créances d'or sur l'Europe.

Ainsi « dans ce nouveau continent enfiévré d'affaires, la plus grande « affaire », c'est l'agriculture. C'est avec son agriculture que l'Amérique fait vivre son industrie ».

Mais une aussi violente dépression financière *devait fatalement entraîner une dépression économique*. A New-York et à Chicago, les grains commencèrent à baisser à cause d'offres sans contre-partie suffisante. Des quantités immenses de froment étaient jetées sur le marché pour procurer à leurs vendeurs quelques disponibilités. Le blé perdit un moment quatre sous par boisseau en une séance fiévreuse du marché de Chicago.

A Oklahoma, on n'achetait plus de coton. Les banquiers de la ville se réunissaient et cherchaient ensemble les fonds nécessaires pour fournir le marché de vivres et supporter les retraits d'argent qu'exigerait à la fin de la semaine le paiement des salaires.

Afin d'assurer les exportations de céréales, les négoc-

ciants demandaient aux banquiers d'employer leur influence auprès des compagnies de chemin de fer pour que les exportations de grains à destination du littoral soient hâtées le plus possible.

Mais certaines compagnies elles-mêmes étaient paralysées par la crise.

On apprenait d'Omaha dans le Nebraska que l'« Union Pacific » renvoyait plusieurs milliers d'ouvriers qui travaillaient au service des constructions.

A l'issue d'une réunion tenue à Philadelphie dans le but de fixer le dividende annuel de la « Pennsylvania », M. Mocrea disait que la compagnie, ne pouvant trouver des capitaux, ne pousserait plus aussi vigoureusement les travaux en cours et n'entreprendrait aucune nouvelle construction.

L'une après l'autre, chaque grande industrie réduisait sa production et congédiait des ouvriers.

Le 5 novembre les grandes mines de phosphate de Mount-Pleasant (Tennessee) étaient fermées parce qu'elles n'avaient plus de ressources pour payer leurs 4.000 ouvriers. Les mines de Montana réduisaient les salaires de leur personnel.

L'usine Arnold, qui imprimait des étoffes de coton, à North-Adams, et employait environ 6.000 ouvriers déposa son bilan parce qu'elle ne pouvait renouveler des emprunts contractés auprès des caisses d'épargne,

La « Republic Iron and Steel Works company », qui employait 1.200 travailleurs à Chicago, ferma pour un

temps indéfini, parce qu'elle n'avait plus de commandes auprès des banques d'épargne (!).

Les minoteries de Minneapolis, des filatures employant 5.000 ouvriers dans le Massachusetts, cessaient complètement leur production.

D'après une dépêche de New-York au *Daily Mail*, le 14 novembre, 48.000 ouvriers avaient été renvoyés des usines de Pittsbourg et environs. A Chicago, 90 0/0 des fabriques avaient réduit leur personnel et leurs heures de travail ; 40 0/0 des travailleurs du bâtiment, 25 0/0 des ouvriers de l'industrie du bois étaient sans travail. A Indianapolis, les grandes usines réduisaient leur personnel de 50 0/0.

L'exode était la ressource de tous ces gens. Ils quittaient d'ailleurs sans regrets l'Amérique en rapportant au pays natal leurs économies.

Certains journaux de Londres publiaient le 18 novembre la dépêche suivante de Washington : « Plus de 8.000 étrangers quitteront Cleveland d'ici quinze jours emportant toutes leurs épargnes en Europe. »

Voici la statistique des transports de passagers d'*Amérique en Europe*.

	1 ^{re} classe	2 ^e classe	3 ^e classe
Du 10 au 17 octobre 1907 . . .	1.225	1.169	9.611
— — . . .	1.963	1.649	13.426
— — . . .	1.146	1.154	12.653
— — . . .	1.420	1.275	13.383
— — . . .	1.062	978	18.209
— — . . .	1.309	1.994	25.848
Total	9.694	9.853	106.539

			1 ^{re} classe	2 ^e classe	3 ^e classe
Du 10 au 17 octobre 1906			1.012	1.234	7.299
— —			1.111	1.393	6.320
— —			1.010	1.039	8.823
— —			1.083	949	7.180
— —			873	1.042	8.573
— —			1.325	1.359	11.853
Total			7.525	8.430	56.384

Le nombre des passagers de troisième classe était donc en 1907 le double de 1906.

Or, rappelons-nous que les capitaux engagés dans les usines américaines sont si considérables que leurs patrons préfèrent produire un moment à perte que de les laisser sommeiller. « L'économie politique orthodoxe, a dit Carnegie, critiquant une proposition de St. Mill, déclare que des marchandises ne peuvent être produites à un coût supérieur à leur prix de vente. C'était vrai quand écrivait Stuart Mill ; mais ce n'est plus tout à fait vrai aujourd'hui. Quand un article était produit par un artisan qui employait probablement quelques journaliers et un ou deux apprentis, il lui était facile de régler ou même de suspendre sa production. Maintenant que les manufactures sont d'énormes établissements au capital de cinq ou dix millions et employant des millions d'ouvriers, il est beaucoup moins coûteux de s'exposer à une perte par article vendu que de cesser toute production (1). » « There has hardly

(1) *North American Review*, février 1889, p. 141.

C'est à la nouvelle que l'« Amalgamated Copper Cy » et d'autres producteurs de cuivre abaissaient à \$ 3,50, c'est-à-dire de 50 cents, les

been a branch of manufacture open to free competition in which the machinery has not within the last ten years been run for long periods at a loss », a écrit l'auteur d'un pamphlet intitulé : « Overproduction and commercial distress. »

Si l'on pense à cela, et si l'on songe d'autre part que, les fédérations ouvrières n'acceptent plus aujourd'hui ni renvois de salariés, ni diminutions des salaires, qu'un syndicat aux Etats-Unis est assez puissant (malgré les trusts qui neutralisent leur pouvoir) pour obliger une mine d'anthracite à fermer tout un jour parce que ses ouvriers ont envie d'une partie de foot-ball, que l'Amérique a été le pays de la première grève en 1850, de la « Société des fils de Vulcain » en 1858, des grèves innombrables de 1886, des grèves sanglantes de 1892, et que les syndicats acceptèrent les renvois d'ouvriers comme dus à la force majeure, si l'on songe à tout cela, il paraîtra évident que les Etats-Unis subirent en 1907 des événements économiques et financiers absolument extraordinaires.

salaires que le gouverneur de l'Oregon proclama cinq jours fériés pour tenter de prévenir la disette monétaire (*New-York Herald*, 30 octobre).

CHAPITRE VI

LA DISETTE D'OR.

La disette d'or. — Emission de monnaie fiduciaire. — Le Hoarding. — Anecdotes et statistiques. — Les solutions. — Nouvelles émissions de bank-notes. — Les Panama Bonds. — Les Clearing House Certificates. — Importation d'or. — Négociations avec la Banque de France. — Ventes en Europe d'obligations américaines. — Elévation universelle du taux de l'escompte. — La situation en Allemagne. — Les faillites de décembre. — La Banque de Kansas-City. — Résumés et premières conclusions. — Le rôle de l'Etat dans la crise de 1907.

Si copieux que furent les dépôts du Trésor dans les banques et les généreux concours de quelques riches financiers, ces secours inférieurs n'auraient pas suffi à résoudre une des disettes monétaires les plus curieuses de l'histoire des banques.

Dans ce pays où l'on s'était accoutumé à l'usage de chèques, de virements, de monnaie fiduciaire pour 95 0/0 des transactions (1), on éprouva tout à coup la

(1) Fiske, *The Modern Bank*.

Nous disons des *chèques*, non des lettres de change. « Dans le commerce intérieur américain, la traite ne joue aucun rôle. Or le chèque peut bien servir de substitut à la monnaie métallique, mais il manque d'élasticité comme moyen de paiement, car il suppose des modes de paiement légaux ; viennent ces derniers à manquer, et le système de paiement par chèque cesse de fonctionner. Les chèques également

nécessité primordiale d'un stock métallique à la base des échanges et l'on commença une recherche de métal jaune qui surprend au xx^e siècle.

« Le peuple le plus « nouveau-monde » qui existe, en revient, écrivait-on, à la notion moyen-âgeuse de la représentation de la richesse (1). »

Quelques anecdotes et quelques faits révèlent bien cet état d'esprit.

Les « runs » sur les banques cessèrent en partie parce que « les trust » companies imitant les « banques nationales » payaient non plus en or, mais en chèques sur des certificats du « Clearing House ». Les déposants se battaient pour avoir des dollars trébuchants mais non pour recevoir un peu plus de papiers.

Le 11 novembre, on estimait à 150 millions de dollars (2) les sommes thésaurisées, soustraites à la circulation. Les sociétés de crédit qui pouvaient louer des coffres-forts réalisaient des bénéfices : ces coffres étaient immédiatement remplis d'or et de billets.

D'après le *Standard*, une banque de Boston offrit une prime de 4 0/0 pour les recettes en métal d'un match de foot-ball.

n'offrent pas aux banquiers la possibilité de placements aussi liquides que nos lettres de change. » (*Le marché financier américain et sa récente crise monétaire*, par Hermann Schumacher, Trad Lescure, 1909, p. 16)

Remarquons cependant que les chèques circulent autant et sans inconvénients dans le Royaume-Uni.

(1) *Journal de Genève*, 2 novembre 1907.

(2) *New York Herald*, 12 novembre,

L' « American Sugar Refining Cy » ayant à retirer de la douane une cargaison de sucre dut retarder de deux ou trois jours la prise en charge, parce qu'elle ne disposait pas du numéraire nécessaire à l'acquittement des droits entre les mains des receveurs fédéraux (1).

Des planteurs du Sud étaient contraints de venir chercher à New-York les billets de 1 à 10 dollars nécessaires pour payer leurs nègres (2).

A Pittsburg, Chicago, Saint-Louis, San-Francisco circulent des « scrips », billets émis par les manufactures et basés seulement sur leur crédit (3). Les conducteurs de tramways les acceptaient pour le prix des places, mais ils en donnaient la monnaie en tickets et non en numéraire.

A la requête de plusieurs grands industriels, les établissements financiers de Philadelphie décidaient de reconnaître la valeur de ces chèques remis par les patrons à leurs ouvriers, mais les banques, après avoir inscrit ces chèques au crédit de ceux qui les présenteraient, n'en payeraient qu'une partie en argent comptant.

A Kansas-City, 6 banques émettaient des coupures de 3, 5 et 10 dollars. L'administration des postes déci-

(1) R. G. Lévy, *Revue des Deux-Mondes*, 15 décembre 1907.

(2) *Journal des économistes*, février 1908, p. 240.

(3) La « Corporation de l'acier » enjoignit aux directeurs de ses usines qui avaient à payer \$ 3 millions de salaires par semaine de n'en régler que 20 0/0 en numéraire et de solder le surplus par des chèques.

daît le 4 novembre de ne plus accepter que les paiements en espèces.

A *Chicago*, \$ 2.500.000 de chèques de 1,25 et 10 dollars furent mis dans la circulation. Ils étaient acceptés avec bonne humeur.

D'après le *Financial Times* (de Londres), les compagnies d'assurances sur la vie décidèrent d'accorder un délai supplémentaire de trente jours pour le paiement des primes.

Les bureaux des banques de New-York étaient envahis par les employés des « country banks », lesquelles manquaient de numéraire. Le dollar d'argent, un peu désuet, était très recherché.

Comme la demande finit toujours par attirer l'offre, on pouvait voir une foule de gens qui s'empressaient vers l'office de Zimmermann et Forshay à Wall et New-Streets, portant dans des étuis les pièces d'or qu'ils voulaient échanger à prime (Le « public » aime les primes de toutes sortes). Cette foule devenait si dense, le 28 novembre, que deux policemen durent plusieurs fois « faire circuler »

La monnaie de Philadelphie avait, au milieu de novembre, frappé pour un million de dollars d'or. La prime des espèces métalliques atteignait le 12 novembre à New-York 3 1/2 0/0, le 14 4 0/0 à Chicago, 5 0/0 à Pittsburgh.

Et cependant, le stock d'or des Etats-Unis était en réalité considérable. D'après une statistique du direc-

teur de la Monnaie Américaine reproduite par la *Gazette de Francfort*, le stock visible dans les banques d'émission et les trésoreries était en millions de marks.

	En caisse	En circulation
Etats-Unis.	4.014,36	1.953.00
France.	2.333,10	2.003.82
Allemagne	716,10	3.236.98
Russie.	1.925,74	1.764.84
Grande-Bretagne	790,02	1.558.20

Voici encore, si l'on veut, une statistique sous une autre forme :

Circulation par habitants, en dollars (31 décembre 1905).

	Or	Papier
Etats-Unis	16,90	6,93
France	26,41	3,02
Angleterre.	12,79	2,67
Suisse.	8,52	3,53
Allemagne.	15,14	7

Et nous avons des raisons de supposer que ces chiffres n'ont pas diminué, depuis 1905, pour les Etats-Unis, la balance du commerce leur ayant été favorable depuis cette époque. D'après M. Welby (1), le stock d'or des Etats-Unis s'est même élevé de £ 93 à 262 millions dans l'intervalle de 1894 à 1907.

Mais « le Hoarding, disait un écrivain américain (2), la thésaurisation faisait disparaître de la circulation vingt millions de dollars aussi complètement que s'ils

(1) *Contemporary review*, janvier 1908.

(2) A. D. Noyes, « The panic et New-York », *North American Review*, décembre 1907.

avaient été engloutis par un tremblement de terre » (1-2).

Or, la monnaie n'est utile qu'autant qu'elle circule et qu'elle circule vite.

Tant que le public restait inquiet, on ne pouvait faire rentrer l'or dans la circulation.

Comment pouvait-on y suppléer ?

Voici les procédés qu'on employa :

I. — Ce furent d'abord les dépôts effectués par M. Cortelyou dans les banques.

Nous en avons dit l'importance en racontant au jour le jour les événements du « Stock-Exchange ».

Ajoutons seulement qu'ils étaient garantis par des

(1) Qu'en aurait pensé Proudhon qui attachait tant d'importance aux facilités du crédit et de la circulation, et qui considérait l'intérêt comme la dernière redevance féodale ?...

(2) Nous rappelons que cette disette d'or était une conséquence de l'organisation fiduciaire que nous avons décrite.

En 1908, on trouvait aux Etats-Unis 20.378 banques de toutes sortes. Les banques locales n'ont pas été comme en Europe subjuguées par des institutions plus puissantes qui les ont absorbées ou détruites. Les exigences de l'agriculture ont amené dans chaque ville la fondation de plusieurs banques. Celles-ci dispersées, munies de faibles capitaux, sont moins soucieuses de fortifier leur encaisse que de contenter par des rapports insincères les inspecteurs et les clients. Leur principal lien consiste dans des comptes courants réciproques et emmêlés. Si un « run » atteint l'une d'elles, ou qu'un accident agricole oblige les cultivateurs à retirer subitement leurs dépôts, plusieurs banques sont simultanément atteintes, et les établissements des plus grandes villes qui détiennent leurs réserves subissent une diminution de leurs disponibilités.

Ainsi la pénurie monétaire s'est vite répercutée d'un Etat dans un autre.

titres fédéraux, des obligations des villes et des chemins de fer. Afin de *se procurer ces garanties*, les banquiers d'un syndicat de New-York négocièrent, par exemple le 31 octobre, l'achat, au prix, de bons 6 0/0 de la ville de New-York pour un total de 30 millions de francs (1).

Les sommes déposées par le Trésor purent ainsi atteindre :

Le 1 ^{er} septembre 1907.	157 millions
1 ^{er} octobre —	170 —
1 ^{er} novembre —	205 —

II. — On chercha, malgré les entraves légales, à développer l'émission de bank-notes.

D'après une circulaire de la « National City Bank », « la Trésorerie a fait les plus grands efforts pour engager les banques nationales à émettre leur contingent de billets (2). Elle encouragea les banques qui ont des

(1) Notons que depuis la panique, le bill Aldrich-Vreeland a décidé en 1908 que les dépôts du Trésor dans les banques ne seraient plus comptés dans le calcul de leur réserve proportionnelle (En effet, ils sont déjà garantis par des obligations). Cela les rend encore plus avantageux.

Puis, l'article 14 de cette loi stipule que les banques devraient pour ces dépôts un intérêt fixé par le secrétaire du Trésor et qui ne pourrait être inférieur à 4 0/0.

Ainsi en Amérique l'Etat intervient, mais sans faire de cadeaux. En d'autres pays, sous prétexte de circonstances exceptionnelles, on offre à des commerçants le crédit gratuit cher aux doctrinaires de 1848.

(2) Par exemple, le 31 octobre le contrôleur de la circulation était avisé par les banques de Chicago qu'elles se préparaient à émettre 6 à 10 millions \$ en nouveaux billets.

dépôts du Trésor garantis par des titres fédéraux, à substituer d'autres obligations (1) aux titres de la dette nationale qui deviendraient alors disponibles pour servir de gage à de nouveaux billets ».

La circulation des banques nationales au 1^{er} novembre 1907 s'élève ainsi à 609 millions \$ contre 524 millions en 1905.

Tel était le nœud du système d'intervention adopté. Les disponibilités du Trésor menaçaient toutefois de s'épuiser. On eut alors recours à un système ingénieux qui faisait dériver sur le marché deux sources d'or à la fois.

La Trésorerie avait reçu du Congrès le pouvoir arbitraire d'emprunter pour la construction du canal de Panama, que les législateurs considéraient comme une œuvre nationale. L'état des finances publiques n'imposait alors nullement l'usage de cette faculté (les recettes budgétaires depuis cette époque ont relativement diminué), mais elle pouvait devenir un artificieux prétexte pour mettre des capitaux à la disposition des grandes banques. On évitait ainsi une convocation anticipée du Parlement dont cependant beaucoup de journalistes voulaient une réunion immédiate.

L'Etat décida donc d'emprunter 250 millions de francs en bons de Panama. Les banques qui se dispu-

(1) On comprend facilement l'économie de l'opération ; ces obligations municipales coûtaient moins cher et rapportaient plus d'intérêt que les titres de la Dette fédérale.

taient à un prix décourageant (106 et 107 1/2 \$) les titres fédéraux nécessaires pour leurs émissions achetèrent ces « Panama Bonds », *émirent du papier* pour un montant égal, et en outre *recurent du Trésor* le prix de ces obligations en dépôt.

L'Etat appliqua aussi une loi non abrogée quoique devenue sans objet, qui l'autorisait à émettre pour la guerre espagnole des « *certificates of indebtedness* ». On résolut la vente de ces certificats pour un total de \$ 100 millions, mais, en fait, on n'en émit que \$ 25 millions environ (1).

Les banques, au premier moment, ne parurent pas enchantées de cette mesure. Le correspondant du *Daily Telegraph* télégraphiait, le 20 novembre, que « les banques n'accepteraient pas les nouveaux bons du Trésor avant d'avoir des renseignements plus complets sur les plans du gouvernement ».

C'était cependant le moyen le plus rapide pour le Trésor de se procurer et de procurer aux banques les disponibilités nécessaires.

(1) Les « Panama Bonds » ont été de deux catégories : les « coupons bonds » (bons à coupons) et les « registered bonds » (bons enregistrés). Les titres de ces deux sortes étaient de 20, 100 et 1000 dollars ; la seconde comporta aussi des bons de 10.000 dollars. Les souscripteurs au taux le plus élevé reçurent les premiers titres émis.

Quant aux « certificates of indebtedness », nous croyons qu'ils furent émis au pair en coupures de 50 dollars, payables au porteur (circulant donc aisément), et rapportant un intérêt (3 0/0) à partir du 20 novembre 1907, mais payable seulement à partir du 20 novembre 1908.

III. — On émit comme en 1873 et 1893 des « Clearing House certificates ».

Moyennant des garanties consistant surtout en valeurs mobilières, le « Clearing-House » de New-York, par exemple, délivra aux banques qui lui étaient affiliées des certificats pouvant être employés comme mode de paiement. Ils devaient circuler entre banquiers seulement. Mais, en fait, dans les villes de l'Ouest ils furent aussi, comme en 1893, utilisés par le public.

Les classes peu instruites de la société conservèrent cependant une certaine méfiance pour cette monnaie fiduciaire, et cela contribua probablement aux fortes émigrations que nous avons constatées.

L'usage de ces certificats se répandit bientôt dans tous les États. Les banques affiliées aux « Clearing Houses » de Portland, Boston, Chicago, Philadelphie, etc., imitant celles de New-York, payèrent ainsi leurs déposants.

IV. — Tous ces secours intérieurs n'étaient pas assez efficaces. Pour les compléter, les Américains importèrent de l'or étranger.

En général, quand ils ont besoin de numéraire, ils recourent à deux procédés : tantôt ils déversent leurs obligations de chemins de fer sur le continent, tantôt ils importent directement le métal monétaire. Le premier procédé était devenu impraticable par la détérioration de leur crédit. Ils usèrent amplement du second.

Nous avons montré comment, pendant le mois de septembre, les dollars quittaient les Etats-Unis pour le Chili, l'Égypte, les banques de Hambourg, etc.

Pendant l'une des journées critiques, le 22 octobre, on chargea encore sur un navire 1.500.000 dollars en or à destination d'un port allemand. Avant qu'ils ne partent, on fut avisé que cette précieuse cargaison n'était plus opportune ; mais si cette opération s'était réalisée, elle aurait causé aux expéditeurs une perte certaine. La prime sur le métal à l'intérieur ne permettait plus d'en exporter. Il fallut au contraire en introduire dans le pays (même à un moment où l'état du change aurait exigé une exportation d'or).

D'où vint-il donc ?

I. — L'or produit au Transvaal prend généralement la route de Londres d'où il est ensuite distribué aux banques qui en font des commandes. Il est certain qu'en novembre 1907 cet itinéraire fut modifié : les Etats-Unis importèrent directement du métal sud-africain. Puis, n'oublions pas qu'ils en produisent eux-mêmes beaucoup. Ils constituent le second pays producteur d'or, ce qui leur permet d'en exporter. Voici les chiffres d'extraction pour la Nevada et la Californie :

1904	80.723.000 dollars
1905	88.181.000 »
1906	96.000.000 »
1907	Plus de 100.000.000 »

(*Zeitschrift für Sozialwissenschaft*, p. 572, 1907.)

II. — Moyennant une prime, puis naturellement, quand échet le payement des récoltes, les États-Unis importèrent de l'or européen : l'or de la Banque d'Angleterre ou l'or de France arrivant indirectement par Londres, ou acheté par négociations directes à quelques banquiers parisiens (1).

Voici un tableau indiquant les mouvements d'or à la Banque d'Angleterre du 1^{er} janvier au 20 décembre 1907 et confirmant ce que nous avons dit pour les demandes de métal en Egypte, Chili et Orient antérieurement à la crise américaine.

Sorties	£
Lingots pour les États-Unis	6.930.000
Monnaies françaises	271.000
Pour le Sud-Amérique	7.034.000
— l'Égypte	4.580.000
— les États-Unis	4.393.000
— les Indes	3.375.000
— la France	2.468.000
— l'Italie	500.000
— le Continent	445.000
— la Hollande	179.000
— New-York	67.000
— le Brésil	57.000
— Mexico	11.000
	32.604.000
Entrées	£
Lingots (Af. du sud, Nouv. Zélande, etc.).	19.676.000
Monnaie des États-Unis	3.530.000
Monnaies allemandes	3.863.000
Provenance d'Égypte	2.059.000
— des Indes	4.420.000
— du Continent	1.827.000
— d'Australie	1.198.000
— de l'Amérique du Sud	101.000
— de France	66.000
	38.011.000

(1) Par exemple à la maison Lazard frères.

La prime sur l'or apparut dans le pays où le monométallisme récemment introduit n'était pas encore bien consolidé. Le change du peso d'or au Mexique était ébranlé par des retraits de capitaux étrangers et par la baisse des principaux articles d'exportation. Les changes étaient aussi troublés pour des pays beaucoup éloignés des États-Unis, pour l'Inde Britannique par exemple, où les questions monétaires sont toujours délicates.

Voici un tableau indiquant la baisse des changes en Amérique, 'et qu'il est intéressant de comparer aux importations d'or :

		Change sur Londres à vue		
1 ^{er} octobre.	4.85		30 octobre.	4.84
19 —	4.86.15		31 —	4.84.50
21 —	4.85.65		5 novembre.	4.87.50
22 —	4.85.30		15 —	4.87
23 —	4.85.25		30 —	4.86.75
24 — (1)	4.84.75		5 décembre.	4.86.45
25 —	4.85		6 — (2)	4.86.25
26 —	4.85		15 —	4.85.30
28 —	4.85.25		30 —	4.84.25

Le change sur Berlin tomba de 95 le 1^{er} octobre à 94 1/4 le 26 octobre.

Le change sur Paris fut assez fixe de 5 16 7/8 1^{er} octobre à 5 16 (4 nov.) et se releva à 5 19 3/8 à la fin de décembre.

Voici, d'autre part, la statistique des entrées et sor-

(1) Faillite du « Knickerbocker ».

(2) Faillite de la « Kansas City ».

ties d'or métallique aux États-Unis, que nous trouvons dans un document officiel (*The Summary of commerce and finance of the United States*). Nous mettons en face des chiffres de 1907 ceux des mois correspondants de 1906, année où le déplacement des récoltes avait aussi exigé des importations d'or en Amérique.

	1907		1906
	Importation	Exportation	Importation Exportation
Octobre. . .	4.512.466	3.716.258	3.599.695 5.053.997
Novembre. .	63.574.871	615.169	3.602.405 4.187.378
Décembre. .	44.448.515	1.004.441	4.222.036 4.413.698

Les chiffres totaux pour les douze mois de 1904, 1905, 1906 et 1907 ont été :

	Importation	Exportation		
1904. .	84.803.234	121.211.827		
1905. .	50.293.405	46.794.467	Exc. d'exp.	36.408.593
1906. .	155.579.380	46.709.158	« d'imp.	108.870.222
1907. .	143.398.072	55.215.681	«	« 88.182.391

Les États-Unis ont donc importé plus de métal monétaire en 1906 (record) qu'en 1907, si l'on considère toute l'année. Mais je crois qu'en aucun mois, il n'entra plus d'or aux États-Unis qu'en novembre 1907.

Voici les plus forts chiffres mensuels qu'on peut relever antérieurement ; ils correspondent tous, d'ailleurs, à des nécessités exceptionnelles et toujours à l'automne.

1890	Décembre.	6.033.013 \$
1891	Septembre	7.451.428
—	Octobre.	16.897.947
—	Novembre.	18.871.717
—	Décembre.	6.018.851
1893	Août	41.572.031
1896	Septembre.	34.347.009

alors que nous avons noté le nombre 63.574.871 pour le mois de novembre 1907.

Cela nous paraît un des faits les plus intéressants de la panique de 1907.

Le total des sommes retenues pour l'importation s'élevait le 10 novembre à 250 millions de francs. La « Lusitania » fit le trajet de Londres à New-York en emportant deux millions de livres sterling en or. Jamais, pas même au temps des caravelles, un vaisseau n'avait traversé l'Atlantique avec autant de richesses dans ses cales.

C'est un milliard qu'il aurait fallu, paraît-il, pour résoudre entièrement la disette monétaire. Pour obtenir une pareille somme, l'appui de grandes banques d'émission eût été nécessaire.

L'encaisse de la Banque de France fut naturellement l'objet des convoitises américaines. Celle-ci imposa des conditions qui firent abandonner les pourparlers directs. On lisait dans le *Times* du 17 novembre : « On estime que les négociations entre l'Amérique et la Banque de France n'ont jamais été aussi avancées qu'on l'a cru. La Banque de France ne pouvait s'engager sans l'avis conforme du gouvernement. Celui-ci aurait posé la question sur le terrain de la garantie du gouvernement américain d'une part et des compensations à obtenir, d'autre part, pour le service rendu. Ces compensations auraient été par exemple des concessions au moment de la révision des tarifs douaniers. Le con-

cours de l'Etat américain ayant fait défaut, les envois d'or aux Etats-Unis continueront à emprunter la voie intermédiaire de Londres... (1). » Ce qui vient à l'appui de cette assertion, c'est la hausse du chèque sur Londres à 25, 28, qui prouve qu'en dehors des envois officiels, des sommes considérables traversaient la Manche à destination des banquiers anglais.

On lisait dans le *Herald* du 25 novembre cette lettre signée A. J., et d'après laquelle un des hauts dignitaires de la Banque, interviewé, avait dit : « La Banque de France a jusqu'à ce jour fait l'impossible pour aider le relèvement du marché américain. Quand l'Angleterre lui demanda les 75 millions d'or pour New-York, la requête fut reçue à quatre heures du soir, et à quatre heures et demie était agréée. Journallement, aujourd'hui même, nous avons donné cinq millions environ.

(1) Le 22 novembre, la Banque de France publiait cette note officielle :

« La Banque de France est disposée à escompter par petites quantités successives des effets commerciaux munis des signatures françaises les mieux réputées, par la remise avec prime d'aigles américaines qui ne circulent pas en France. Cette opération est faite pour contenir la hausse du chèque sur Londres et pour défendre par conséquent le drainage d'or dans la circulation. Elle contribuera aussi, en évitant d'augmenter la circulation des billets, à maintenir dans l'intérêt du commerce français l'escompte à un taux relativement modéré. Toutes les autres combinaisons qui ont été proposées à la Banque — et elles ont été nombreuses — n'avaient aucune chance d'aboutir parce qu'elles sortaient des prescriptions de ses statuts. »

Les journaux américains réclamaient cependant l'intervention de la France en faveur des Etats-Unis qu'ils disaient être ses meilleurs clients pour les articles de luxe.

Demain nous en donnerons encore davantage, parce que ces demandes sont représentées et appuyées par des effets commerciaux escomptables à notre institution. Mais quant à accepter des bons ou notes du Trésor américain, cela nous est absolument impossible. Notre société, comme toutes les banques le savent, est régie par des lois et statuts qui définissent strictement et à la lettre les valeurs sur lesquelles nous pouvons prêter, et vos bons ou certificats du Trésor n'en font pas partie.

« Un seul moyen pourrait être employé par vos grands établissements financiers. Ce serait d'obtenir qu'une banque française escompte son portefeuille commercial à la Banque de France et vous en donne le montant en or. Si le 25, on nous demandait notre concours dans cette voie, il serait accordé. Mais je doute fort qu'une banque puisse réaliser votre désir et exporter une pareille somme aux Etats-Unis. » Cette suggestion paraît être demeurée sans effet.

Ce qui est certain, c'est que la Banque de France, comme en 1890, avança 75 millions à la Banque d'Angleterre et c'est déjà beaucoup.

Sans doute il y avait dans le monde d'autres réserves aurifères. Le rendement du « Witwatersrand » était alors excellent. New-York mit à contribution même l'Australie et l'Argentine. Buenos-Ayres envoya \$ 800.000 aux Etats-Unis. « L'Amérique espagnole secourant dans le domaine économique l'Amérique du nord, qui l'eût cru ? »

Mais le véritable salut était cherché dans les économies de l'Europe.

Lors de la dernière panique, en 1890, les affaires avaient été plus troublées sur les marchés étrangers qu'à Paris où le taux des reports n'avait pas dépassé 6 0/0, et beaucoup de titres flottant dans les autres bourses avaient été facilement absorbés par les capitalistes français.

Les Américains pensèrent que ceux-ci pourraient jouer de nouveau ce rôle en 1907. Comme la Bourse de Paris y montrait peu d'empressement (1), les journaux yankees commencèrent une vive campagne pour démontrer les avantages de leurs obligations de chemins de fer. « Americans railways bonds are world's best securities (2) », pouvait-on lire dans le *Herald*.

Quant aux actions américaines, ce journal insinuait qu'aux cours de la fin de novembre, la « Baltimore and Ohio » (3) rapportait 7 1/2, l'« Amalgamated » 9 0/0 (en supposant une réduction de 30 0/0 sur ses derniers di-

(1) Elle était elle-même un peu gênée par la baisse du « Rio » aux environs de 1.550. « Le marché de Paris lui-même toujours si optimiste a dû carguer les voiles » (*J. de Genève*, 1^{er} novembre 1907).

(2) Les obligations des chemins de fer américains sont les meilleures du monde, *New-York Herald*, 29 novembre 1907. Les seules obligations des Etats-Unis inscrites à la cote officielle de Paris sont les « Pennsylvania » 3 3/4 0/0 et les 4 0/0 « New-York à New-Haven » (Ces titres sont maintenant cotés presque au pair : 490 fr. environ). Cette liste sera bientôt plus longue.

(3) L'obligation « Baltimore and Ohio » avait baissé à 441 fr. à Zurich où elle était très cotée. Aussi dans la Suisse allemande les dispositions financières étaient-elles peu encourageantes.

videndes), l' « Union Pacific » (pour le cours de 109) 9, 1 0/0, l' « American Locomotiv » 13 0/0, l' « Erie-seconde priorité » (1) 15, 2 0/0 et l' « Anaconda Copper » (tombée à 32), 18, 7 0/0.

Quand la situation s'améliora vers le 2 décembre, il est certain que ces conseils furent enfin écoutés, et que les ventes de titres accrurent l'or importé dans l'Amérique. M. Harrimann, le « roi des chemins de fer, » félicita publiquement le New-York Herald pour la courageuse réclame qui avait contribué à ce résultat.

Le détournement de l'or européen au profit de l'Amérique *n'était pas sans inconvénients*. Pour ralentir ces achats de titres, entraver le retrait par les Américains de tout leur avoir disponible en Europe, et rendre plus coûteuses les sorties du numéraire, la Banque d'Angleterre éleva son taux d'escompte d'abord à 5 1/2, puis à 6, enfin à 7 0/0, taux inusité depuis 34 ans.

La Banque Nationale de Belgique adoptait le 7 novembre les taux de 6 et 6 1/2 0/0 (selon la nature des traites escomptées).

La Banque d'Etat Russe élevait, le 9 novembre, de 8 1/2 à 9 0/0 le taux de l'escompte pour les effets de neuf mois. Le 9 novembre également, l'escompte était porté à Vienne de 5 à 6 0/0.

La jeune « Banque Fédérale » put conserver le taux de 5 1/2. Aussi, disait le *Journal de Genève*, « on voit

(1) Cette action fléchit de 8 points à Londres vers le 23 novembre, car on croyait qu'une liquidation serait nécessaire pour cette compagnie.

qu'en Suisse nous sommes parmi les moins mal partagés. »

Quant à la Banque de France, elle éleva le 7 novembre le taux de son escompte de 3 1/2 à 4, et l'intérêt de ses avances de 4 à 4 1/2, et, fidèle à ses traditions, elle maintint ces taux modérés.

Ces élévations du taux de l'intérêt étaient trop prévues pour inquiéter beaucoup les bourses. On sait que *l'expectative d'un événement produit plus d'influence sur les cotes que sa réalisation*. Ce grand principe fut vérifié une fois de plus. *Conserver leurs positions*, tel était le but de tous les stratèges de la finance. *Ils y parvinrent*.

La Bourse de Berlin était certainement la plus endommagée.

Le 6 novembre, à Hambourg, la maison S. Lappenberg, à Hambourg (commission, importation et exportation), suspendait ses paiements. On prétendait que, déduction faite des créances de quelques parents qui s'élèveraient à 600.000 M., il y avait en face d'un passif de 400.000 M. un actif réalisable de 300.000 M. seulement.

Le 7 novembre, dans la même ville, la maison Walther Delbanen et Cie (caoutchouc et fourrages) fermait aussi ses portes.

Peu à peu, la baisse s'était répercutée des métaux sur les valeurs spéculatives, des valeurs spéculatives sur celles qui offrent le plus de sécurité, et même excep-

tionnellement sur les immeubles et les placements immobiliers, qui sont les derniers atteints par les variations des prix. On apprenait ainsi que les dénonciations et demandes de remboursement d'hypothèques s'élevaient à un total de 200 millions dans l'agglomération berlinoise (1).

A New-York on signalait encore çà et là quelques ruines. Le 7 novembre la « Globe National Bank », qui avait \$ 300.000 en dépôts, suspendait ses paiements.

Le 23 novembre, six mandats d'arrestation étaient lancés contre des banquiers de New-York, MM. Arthur Campbell, Howard Maxwell de la « Borough Bank », etc. On avait prudemment hésité avant de prendre cette détermination ; mais les griefs relevés étaient ceux de vol, faux, rapports mensongers à l'inspecteur des banques, traites de complaisance en faveur de « trust companies » alliées (2).

A Pittsburgh, le « Stock-Exchange » clos *provisoirement* le 23 octobre l'était *encore* le 12 novembre.

Le 6 décembre, le « contrôleur de la circulation » ordonnait la fermeture de la « Fort Pitt National Bank of Pittsburg. »

Le 5 décembre enfin survenait la faillite la plus considérable depuis celle du « Knickerbocker ». C'était la

(1) Le *Temps*, 14 novembre 1907.

(2) « Larceny, forgery, false reports so the State Bank examiners, and overdrafts in interests of allied trust Cy. » *New-York Herald*, 24 novembre 1907.

chute de la « National Bank of Commerce », à Kansas-City (Missouri), entraînée par celle de banques secondaires (l'« Union Stokyards Bank » et l'« Union Avenue Bank »). Elle avait reçu en août \$ 227.913 de dépôts du Trésor.

Le « statement », dont le contrôleur de la circulation ordonna la publication, indiquait :

Ressources, prêts et escomptes	\$ 12.808.656
Immeubles.	697.543
« 5 0/0 Redemptum Fund »	50.000
Encaisse.	5.343.460
Obligations fédérales au pair	1.280.000
Autres obligations de premier ordre (...high grade)	4.006.771
	24.276.429

Le total des dépôts à cette banque atteignait, deux semaines auparavant, 32 millions de dollars ; ils avaient ensuite été réduits à 20 millions.

Le jour de cette faillite, le nombre des échanges, à Wall-Street, s'éleva à 1.001.000 actions, dont 213.000 « Reading », 152.000 « Unions », 73.000 « Amalgamated », 72.000 « Steel Common », etc.

Ce fut l'une des dernières séances très agitées du « Stock-Exchange ».

La prime de l'or n'était plus que de 1 à 1 1/2 0/0 à Chicagö, 1 1/4 0/0 à New-York.

Je crois, quoi qu'en aient dit certains critiques, que l'afflux d'or étranger *n'avait pas été*, par rapport à la circulation totale, *comme un ruisseau insignifiant*.

Résumons maintenant les faits les plus saillants de la

crise. Quelques joueurs (quelques « gamblers ») espéraient maintenir sous leur griffe une trentaine de banques et des entreprises diverses qu'ils avaient surtout dotées d'appellations grandiloquentes. Une baisse du cuivre a réduit la valeur des titres que leurs banques détenaient comme gage des avances consenties.

Cet élément de leur actif ne pouvant être réalisé sans perte, la plupart de ces banques ont été désarmées par les demandes de leurs déposants.

Finalement, la solidarité des « trust companies » et des banques nationales, ainsi que l'intervention de l'Etat, ont permis de vaincre les difficultés.

Tous ces faits sont purement financiers. Peut-on dire, après cela, qu'il y eut en 1907 une crise dont les causes et les manifestations ont été surtout économiques ?

Considérons la panique dans ses effets.

Elle a été *fineste à un groupe de spéculateurs*, presque indifférente aux agriculteurs, avantageuse à quelques banques, très fructueuse pour les nombreux épargnants qui ont acheté des actions et des obligations au-dessous de leur valeur intrinsèque.

Nous ne voulons certes pas dire que les effets de la crise aient été limités à l'enceinte de quelques bourses.

Nous avons montré au contraire que son retentissement fut mondial.

Les secousses équivalentes, les écarts des prix, autrefois (1), étaient surtout locaux. Maintenant tout évé-

(1) On sait que les facilités de transport ont nivelé les prix, comme

nement économique ou financier exerce un contre-coup dans l'univers.

Les sociétés modernes sont presque trop complètement organisées. De même que, par l'habitude du téléphone, des chemins de fer, du confort moderne, une grève des électriciens ou quelque inondation paralyse les affaires dans une grande cité, ainsi un accident dans le mécanisme du crédit ou dans la circulation monétaire produit les conséquences les plus graves et les plus étendues.

Karl Marx et Frederic Engels croyaient — et c'était rationnel dans leur système logique et coordonné — que les crises contemporaines étaient causées par une sorte de fatalité, par la surproduction inhérente au mode de production, par les défauts de l'organisation sociale, les vices de l'exploitation capitaliste.

Des écrivains américains, tels que Uriel H. Crocker (*The cause of hard times* Boston, 1896) ou David A. Wells (*Recent economic changes*, 1889) ont admis la possibilité d'une surproduction générale. Il était intéressant de savoir si parmi les opinions diverses qui ont essayé d'expliquer la crise de 1907, la *note socialiste* s'était aussi fait entendre.

le télégraphe égalise les parités des cours de bourse. Autrefois c'était tout différent. Milan pouvait mourir de faim tandis que la Russie produisait d'abondantes récoltes. A Milan, en 1782 « la viande ne coûte que les deux tiers de ce qu'elle coûte à Paris ». En 1765 le pain se vendait dans cette ville le même prix qu'à Paris, tandis que non loin de là, à Turin, « le blé valait 40 sous le boisseau au lieu de 30 sous à Paris » (De La Lande, *Voyage en Italie*, 1786).

Or, M. Byron Holt a écrit dans une revue américaine (1) : « La civilisation moderne est construite sur une base malsaine, une distribution injuste des produits industriels qui décourage les efforts laborieux, encourage les extravagances de la spéculation.

« Tant que la société permettra à des personnalités et à des corporations de contrôler virtuellement des concessions publiques et privilégiées, pour jouer sur les titres qui en dérivent, il y aura des hausses spéculatives, et, au terme de ces hausses, de spéculatives réactions. Dans le premier cas, les « bulls » avides, encouragés par la crédulité du public, porteront les cours très au delà de leurs valeurs normales et dans le second, la perversité des « bears » les déprimeront très au-dessous des valeurs intrinsèques. Tant que la spéculation continuera, il y aura des « booms » et des « paniques ».

Nous répondrons à cette opinion curieuse qu'un *accident presque normal* a interrompu, en 1907, la vie des bourses. Il a été vite réparé. Il ne faut en déduire la nécessité d'aucune réforme essentielle.

Si nous examinons objectivement les rapports de l'Etat américain en 1907 avec l'industrie, le commerce et les banques, nous constaterons qu'il se montra généralement assez souple et assez habile.

Dans d'autres pays, à l'occasion de crises financières ou économiques, par exemple pour une crise viticole, la

(1) « The financial crisis », par B. W. Holt (*American Review of Reviews*, décembre 1907).

presse rend l'Etat seul responsable de tous les maux :

Les victimes d'événements qu'elles ont souvent provoqués, au lieu d'agir, implorent le secours de l'Etat. Celui-ci, pour se défendre, cherche à briser la réputation de quelques personnalités. Le Parlement nomme une commission d'enquête extraordinaire. Après avoir beaucoup péroré, on octroie des subsides abondants, mais échelonnés et tardifs.

Aux Etats-Unis, le gouvernement, au lieu d'accroître comme on pourrait le croire la suspicion, en intentant des poursuites aux directeurs imprudents ou coupables des « trust companies », le gouvernement a *laissé agir un comité purement privé*. Il a estimé suffisantes les sanctions qui consistaient dans les exclusions du « Clearing House » et les pertes pécuniaires subies par les joueurs aventureux. Il y a eu des procès et des liquidations, mais aucune loi d'exception ne fut proposée.

La presse américaine a d'abord effrayé les déposants par des articles trop sensationnels. Mais comment s'en étonnerait-on ?

Les représentants des pouvoirs publics ont prononcé de verbeux discours. Cela ne nuit jamais à des secrétaires d'Etat (Pendant les autres paniques, il y avait eu autant de flots d'éloquence et de discours officiels). Mais ils ont su aussi agir.

Le Trésor est intervenu généreusement par d'abondants dépôts dans les banques, au moment où la rumeur publique les discréditait, ainsi que par l'émis-

sion des bons de Panama. Puis les autorités légales ont édicté des jours fériés très utiles, car il fallait avant tout gagner du temps.

On eut la sagesse de ne pas user des mesures extrêmes que quelques journaux proposaient, telles que la fermeture du « Stock-Exchange » à New-York, ou la déclaration du cours forcé qui aurait discrédité encore plus l'Amérique.

En résumé, d'un seul coup, l'Etat produisit l'effort nécessaire pour résoudre la crise, et des associations privées l'aidèrent puissamment dans cette œuvre immédiate.

CHAPITRE VII

LES RÉFORMES PROPOSÉES.

Projet de Conférence internationale. — La garantie des dépôts de banques. — Projets de contrôle et de réforme du « Stock Exchange ». — Le problème de l'émission. — Son importance historique. — Les solutions proposées. — La « Banque Centrale ». — Principaux arguments invoqués. — Objections politiques. — Conclusion.

Nous avons conclu que la crise de 1907 n'avait démontré la nécessité *absolue* d'aucune réforme. Mais en pareilles circonstances, critiques et législateurs ne manquent jamais d'émettre des idées subtiles et des projets de réforme ingénieux.

Avant que l'année ne s'achève, on proposa des plans multiples.

D'abord, un ancien ministre italien, M. Luzzati, exposa brillamment l'utilité d'une sorte d'assurance mutuelle internationale contre les crises financières. Ce n'est pas l'or qui manque, disait-il, il y en a tout autant qu'avant la crise. Mais il faudrait que les pays où on le thésaurise voient leur confiance ranimée par ceux où la monnaie circule encore abondamment. Une *Conférence internationale* dans laquelle siègeraient les représentants des trésoreries et des banques d'émis-

sion examinerait les réformes dont celles-ci seraient susceptibles. On y étudierait les avances d'or, que les Banques d'Etat se feraient entre elles. Des fonds internationaux comme le 2 1/2 Grec et le 3 0/0 Egyptien serviraient de contre-valeur aux envois monétaires internationaux.

Mais cette conférence permanente n'a pas été mieux accueillie que le projet de « Clearing-House » international soumis à la conférence monétaire de Bruxelles.

Ces projets sont trop vagues et ils sont inutiles ; l'argent, comme nous l'avons dit et nous le dirons encore, est employé naturellement hors des frontières quand une prime avantageuse l'y appelle.

Les autres propositions plus spéciales peuvent être réparties ainsi :

Projets concernant la garantie des dépôts ;

Projets de réforme au « Stock-Exchange » ;

Projets concernant l'émission des billets.

(Nous ne nous occuperons pas des propositions au sujet des tarifs douaniers, des trusts ou des chemins de fer, ni de toutes celles n'ayant pas un caractère nettement financier.)

En ce temps d'intervention légale, la question de garantie des dépôts a été agitée en Allemagne, en Angleterre, en France. Mais c'est un des Etats de l'Union, l'Oklahoma qui, le premier, a légiféré sur ce point. Une loi approuvée par le gouverneur de cet Etat le 17 décembre 1907 a décidé la création d'une caisse de garantie

au moyen d'un prélèvement de 1 0/0 des dépôts journaliers jusqu'à ce que ce fonds atteigne 1 0/0 de l'ensemble des dépôts dans les banques.

Les partisans de M. Bryan admirèrent ce projet, et on parla de l'appliquer dans les autres États. Mais la majorité des banquiers américains ne lui paraît pas favorable et des professeurs éminents comme M. E. Seligman y sont aussi opposés.

Nous croyons en effet que la meilleure garantie des clients d'une banque doit consister dans la publication de ses comptes. L'intérêt bien compris des banquiers est de révéler leur situation quand elle est bonne. Mais pourquoi établir une solidarité entre les banques solides qui alimenteraient régulièrement le fonds de garantie et n'y puiseraient jamais et les autres. Il est assez naturel enfin que des dépôts rétribués par un fort intérêt soient exposés à certains risques.

L'idée de garantir les créanciers des banques avait revêtu jadis une autre forme.

En 1837-1838, 11 banques s'étaient écroulées dans le Massachusetts. Un peu partout les banquiers avaient dû déposer des bilans déplorables. Une enquête avait trouvé qu'ils avaient violé la loi, que des opérations de banque avaient commencé avant versement du capital, etc. L'émotion publique fit voter dans l'État de Rhode-Island une loi qui établissait un rapport maximum (1) entre les prêts et escomptes et le capital et les dépôts.

(1) Ce rapport entre les avances et le capital, joints aux dépôts, était

Mais il ne faut considérer dans ces essais qu'une expérimentation assez curieuse, à laquelle, après les paniques, se livreront encore quelques législatures.

Plus intéressants sont les projets concernant l'organisation et le fonctionnement du « Stock-Exchange ». On a voulu par certains statuts éliminer les courtiers fantaisistes (« tw dollars brokers »). De nouveaux abus constatés en 1908 rendirent une réforme plus urgente. On demanda par exemple qu'un comité vérifie de temps en temps les livres des membres de la Bourse, afin de vérifier leur solvabilité et de faire du « Stock-Exchange » une corporation définie au lieu d'un club privé (On passe souvent ainsi de l'extrême liberté à l'inquisition). Ce projet fut adopté à Chicago après la faillite des banques Walsh et « Kansas City ».

Puis, l'interdiction pour les brokers de se porter contre-partistes est un fait presque accompli.

« Les « spécialistes », c'est-à-dire les courtiers qui se consacrent aux transactions sur un compartiment d'actions déterminé ne pourront plus tirer profit de leur situation et trafiquer pour eux-mêmes (1). » Le comité du « Stock-Exchange » a posé comme règle : « That any broker or specialist who shall buy or sell directly or indirectly for his own account, for account of a

fixé à 180 0/0 pour les banques de \$ 50.000 de capital, et à 130 0/0 pour les banques ayant plus de \$ 400.000 de capital (W. Sumner, *op. cit.*).

(1) *Financial Chronicle*, 2 avril 1910, p. 879.

partnes, or for any account in which he has an interest, the securitier the order for the purchase or sales of which has been accepted by him for execution, shall be deemed guilty of conduct or proceeding inconsistent with just and equitable principales of trade. »

On est assez favorable en Amérique à ces réformes partielles qui augmentent la réputation d'honorabilité des « brokers » tout en n'émanant que de l'initiative privée. « I am in favor, a bien voulu m'écrire M. E. Seligman, of a reform of Stock Exchange procedure, but BY THE STOCK-EXCHANGE ITSELF rather than by legislation. »

Parmi les autres idées qui furent émises, citons celle d'un certain colonel Warner, en voyage à Berlin : il demandait dans un interview qu'on nomme une commission pour donner l'investiture aux émissions nouvelles d'actions et d'obligations (1). Or, il est bien difficile que la loi règle ces choses-là. Nous en avons un exemple.

La loi de 1907 a imposé en France l'obligation pour toute société nouvelle de publier ses statuts dans le *Journal officiel*. Cette garantie est illusoire. Son seul effet est de donner une apparence de fondement aux compagnies les plus fantaisistes. On lit leurs brochures illustrées, leurs rapports d'ingénieurs salariés, mais on n'ouvre jamais le *Bulletin annexe* de l'*Officiel*.

(1) *New-York Herald*, 2 novembre 1907.

M. le Président Roosevelt avouait bien les difficultés de l'intervention publique dans ce domaine.

Dans son message du 31 janvier 1908, après avoir assimilé les spéculations de bourse au jeu de cartes et aux loteries, il y ajoutait : « Il semble que le gouvernement fédéral pourrait du moins interdire l'usage de la poste, des télégraphes et des téléphones pour de simples spéculations boursières comme il le fait dans le cas de loteries. » Mais il ne se dissimulait pas les inconvénients d'une réglementation comparable à celle des bourses allemandes. « Tout effort, disait-il, qui serait opportun, ne devrait s'exercer qu'avec circonspection et constituer une simple tentative (1). »

Mais on estimait que c'était surtout le régime de l'émission qui avait péché, et on inventa de nombreuses propositions pour la réformer.

Afin de la rendre plus élastique, on demandait la suppression des entraves à la circulation des billets de banque. Par exemple, les « National Banks » pourraient comme garantie présenter des titres moins coûteux que les obligations fédérales ; ou même, moyennant un impôt élevé, la contre-partie des billets consisterait comme dans les banques d'Europe en effets de commerce et en avances sur titres (2). Je ne crois pas que

(1) Supplément au *Temps*, 2 février 1908.

(2) Voici quelques détails sur une tentative légale qui a été réalisée dans ce sens.

Le Congrès a voté en 1908 le bill Aldrich-Vreeland qui est un compromis entre le projet de Nelson Aldrich, le sénateur du Maine, et le

l'Amérique soit prête pour une réforme aussi radicale de l'émission.

On reprit enfin la proposition qui depuis plus d'un

projet du député Vreeland. Le bill laisse subsister le système actuel et autorise seulement dans le cas de nécessité une circulation supplémentaire (emergency currency).

Celle-ci est soumise pour tout le pays au maximum de 500 millions de dollars. Les billets ainsi émis seront garantis soit par des obligations des Etats, cités, villes, comtés, municipalités ou districts, soit même par des valeurs diverses appartenant aux banques, y compris le papier de commerce. Pour participer à ces émissions supplémentaires, une banque nationale devra avoir mis déjà en circulation un montant de billets garantis par des rentes fédérales, supérieur à 40 0/0 de son capital, et, en outre, posséder un fonds de réserve d'au moins 20 0/0 de ce capital.

Quand l'émission est garantie par les obligations énumérées, les nouveaux billets sont remis aux banques contre le dépôt de ces obligations pour une valeur égale à 90 0/0 de leur valeur cotée ou de leur valeur nominale.

L'admission d'autres valeurs comme garanties est plus compliquée. Les banques nationales pour y recourir doivent s'organiser en Associations nationales monétaires (Nationals Currency associations) réunissant au moins dix banques nationales dont le total du capital et des réserves s'élèverait à 5 millions \$. Ces banques remettent à leur association des valeurs diverses, ou leur papier de commerce, portant deux signatures et ayant moins de quatre mois. L'association obtient alors pour elles du contrôleur de la circulation, en bank-notes, 15 0/0 au plus de la valeur des effets déposés. Les billets garantis de cette manière ne peuvent dépasser 30 0/0 du capital et des réserves de la banque émettrice.

Les banques de l'Association sont solidairement responsables du remboursement des billets.

Pour assurer le retrait de ces billets supplémentaires, on les frappe de taxes de 5 à 10 0/0. Les banques doivent d'autre part déposer au Trésor (en monnaie d'or) 10 0/0 de leur valeur pour leur rachat éventuel (Le Fonds de rachat pour la circulation ordinaire n'est que de 5 0/0).

On a bien accueilli cette loi. Cependant le *Banker's Magazine*, de New-York, l'a critiqué en juin 1908 : « Cela contribuera à créer un marché aux titres admis en garantie. Ils seront cotés au-dessus du pair

siècle soulève des polémiques ardentes et des discussions peut-être inutiles. On demanda la création d'une banque centrale d'émission.

Pour comprendre l'importance de cette question aux États-Unis, il faut songer qu'elle alimenta les discours présidentiels pendant toutes les crises précédentes.

Abraham Lincoln insérait cette réforme dans son programme présidentiel de 1832. « I believe in A United States Bank » (Je crois en une Banque des États-Unis), disait-il fermement.

« *Elasticity of circulating medium is desired*, disait par exemple le Président Grant en 1873... Patent to the more casual observer that much more currency is required to transact the legitimate trade of the country during the fall and winter months while the various crops are being removed. »

On s'étonnait souvent que les paniques éclatent en des années de prospérité superbe (With plenteous crops, disait le 8 août 1893 le président Cleveland) et on en cherchait la cause directe dans le système de l'émission.

comme le 2 0/0 fédéral. »

Cette loi augmente le pouvoir du secrétaire du Trésor, seul juge d'approuver les Associations et d'accepter leurs garanties.

Le bill, n'étant voté que pour six années a seulement une valeur théorique, car si la détente monétaire continue, les banques ne chercheront pas des billets passibles de ces taxes élevées.

C'est une orientation des États-Unis vers le régime de la garantie des billets par des lettres de change, mais cette loi impose aux banques des formalités restrictives.

J'ai eu la curiosité de compter dans un recueil parlementaire le nombre des bills concernant la circulation des billets, qui furent déposés depuis 1791 à la Chambre des représentants (1). Il y en eut 308 jusqu'en 1873, non compris 347 propositions relatives à la circulation monétaire.

Parmi les systèmes qui ont été récemment proposés, on peut en distinguer quatre principaux.

1° La création d'une caisse de garantie au moyen d'un prélèvement sur les banques nationales elles-mêmes.

2° L'institution d'une agence qui serait élue par ces banques pour régulariser leur émission.

3° Le monopole de l'émission au profit du gouvernement fédéral.

4° La fondation d'une Banque fédérale centrale, plus ou moins indépendante de l'Etat.

Les deux premiers projets s'appliquent à des demi-réformes et ne supposent pas beaucoup de commentaires.

Le troisième donnerait peut-être trop de pouvoir au

(1) Parmi ces projets de loi, il y en avait sans doute beaucoup pour autoriser simplement des « National Banks » à changer d'appellations ou pour modifier la forme ou la couleur des billets ; ces chiffres indiquent cependant que l'émission est un objet de fréquentes préoccupations pour la Chambre.

(Le document dont nous parlons est intitulé: *An index of bills presented in the house of representatives... relating to banks, currency public debt, tariff and direct taxes*, published under the direction of E. Mac Pherson, 24 février 1875.)

secrétaire du Trésor, déjà plus puissant que n'importe quel gouverneur de banque d'Etat.

Le quatrième a été présenté avec des modalités diverses et il exige une étude réfléchie.

D'après le projet de M. Reynolds, président du Congrès des banquiers américains, la banque serait au capital de 100 millions de dollars, fournis par les banques nationales ou par le public auquel le gouvernement garantirait un léger dividende. Elle recevrait les fonds de l'Etat sans avoir le droit de soutenir le crédit public ; et elle recevrait les dépôts non du public, mais des banques nationales à l'époque des récoltes.

Exposons succinctement et impartialement les principaux arguments pour et contre la réforme.

En sa faveur on invoque :

1° Le fait qu'une banque d'Etat unique existe à peu près partout.

Il n'y a que le Canada où l'on trouve une trentaine de banques, qui, entre parenthèses, fonctionnent bien, l'Ecosse, pays également mi-souverain, et le Mexique où la Banque nationale de Mexico est prédominante ; il n'y a dans les pays de civilisation européenne que ces contrées qui soient encore sous le régime de la pluralité des banques d'émission (1).

(1) On tire généralement un argument de la multiplication des banques nationales. Elles étaient 6,853 en 1908 d'après le rapport du contrôleur de la circulation qui indiquait ces chiffres :

L'Italie, qui avait jadis autant de banques que de principicules, l'Espagne qui conserva jusqu'en 1874, 18 banques d'émission, la Suède qui ne s'y décida qu'en 1897, furent enfin obligées de réformer leur circulation fiduciaire et d'établir l'unité de l'émission.

Celle-ci convient aussi bien aux républiques qu'aux monarchies. La France l'a prouvé.

En Suisse, les différences de langues, les rivalités d'intérêts ont longtemps retardé l'établissement d'une banque centrale. Enfin une loi qui était une sorte de compromis institua, le 16 janvier 1906, une Banque Nationale dont le capital était souscrit (pour les trois cinquièmes) par les 36 banques détrônées. On loue les résultats de cette réforme ; elle est donc praticable

	National Banks	State Banks
Nombre	6.853	11.220
Capital-action.	921.000.000	502.000.000
Surplus de réserve légale. . . .	566.000.000	217.000.000
Encaisse.	889.000.000	308.000.000
Dépôts.	4.374.000.000	2.937.000.000
	Trust Co	Savings Banks
Nombre	852	1.453
Capital-action.	278.000.000	36.000.000
Surplus de réserve légale	370.000.000	244.000.000
Encaisse	118.000.000	41.000.000
Dépôts.	1.866.000.000	3.479.000.000

Le professeur Sprague pense que la concentration des banques a facilité en Europe l'œuvre des banques centrales. Aux Etats-Unis « the central Bank would be obliged to decide between the claims of 15.000 or more banks ». D'autres critiques estiment au contraire cette diffusion avantageuse. En faisant participer les « State Banks » et les « Trust Companies » elles-mêmes à l'institution de la Banque fédérale, celle-ci, dépendant d'un plus grand nombre de sociétés, ne dépendrait directement d'aucune d'elles.

dans les États fédéraux comme l'Union américaine (1).

Au Japon, une loi de 1872 imitant les États-Unis avait permis l'émission des billets garantis par des fonds d'État. Le gouvernement dut bientôt les racheter et créer en 1882 la Banque du Japon qui permit à l'Empire nippon de ne pas décréter le cours forcé pendant la guerre contre les Russes.

Dans la République Argentine, où ce système aboutit à donner à l'or une prime de 30 0/0, il fallut aussi liquider toutes les banques d'émission.

« Les guérillas, écrivit M. Ch. Conant, ont été remplacées par des batailles rangées. » La concentration dans les banques a été parallèle à la concentration commerciale. C'est le résultat d'une évolution naturelle.

Peu importe, répondrons-nous, que le système de pluralité soit démodé, qu'il étonne au milieu du commerce moderne ; peu importe que ce système ait produit de fâcheux résultats dans plusieurs pays, si malgré des crises qui ont été exagérées, il n'entrave pas le développement des États-Unis.

II. — Pendant les premiers mois de 1907, et, en

(1) « Les raisons qui empêchent aux États-Unis une centralisation de l'émission ne tiennent pas du tout à la nature des choses... » « Doch sind die Gründe welche einer zentralisation des Amerikanischen Notenbankwesens im Wege stehen, keine solchen, die in der Natur, der Sache liegen » (Dr Max Prager, *op. cit.*).

De nombreux pamphlets ont été écrits pour cette réforme.

Parmi les auteurs favorables à une « Banque centrale », citons le Professeur Sprague (*The Quarterly Journal of Economics*, mai 1909).

général, dans toutes les périodes qui précèdent les accidents financiers, des imprudences sont commises en raison des facilités du crédit.

Le gouverneur Marcy, de l'Etat de New-York, disait en 1836 : « On n'avait pas encore observé un tel goût pour la spéculation, non seulement parmi les capitalistes, mais parmi les marchands et négociants. Marchands et autres ont soustrait de leur fonds de commerce une partie de leurs capitaux, et se sont adonnés aux transactions en valeurs mobilières et immobilières. Ils ont alors recouru aux banques pour spéculer davantage. » C'est là un des meilleurs indices d'« overspeculation ». Si, à ce moment précis, une banque centrale, par un relèvement du taux de l'escompte qui entraîne un renchérissement des avances sur titres, avertit les spéculateurs improvisés qu'un ralentissement s'impose, une panique peut être évitée.

Théoriquement, c'est vrai ; mais en fait, si on avait la sagesse de les écouter, les « statements » des banques associées de New-York et le renchérissement du « call money » à Wall-Street jouent le même rôle utile d'indicateur qu'une élévation du taux officiel de l'escompte. Le taux du « call money » est le baromètre le plus sensible et le plus efficace de tous les freins.

III. — On invoque les services de trésorerie que les banques d'émission européenne rendent aux Etats. Mais les Etats-Unis jusqu'à présent n'en ont pas senti

la nécessité. Il n'est pas probable qu'ils l'éprouvent dans un avenir récent.

« Quand les recettes fiscales excèdent les dépenses, a écrit M. William B. Ridgely qui a particulièrement d'expérience pour cela, c'est toujours un problème pour le secrétaire du Trésor de savoir comment replacer dans la circulation l'argent qu'il est cependant obligé de percevoir. La Banque centrale, à qui toutes les recettes afflueraient, serait une solution préférable aux dépôts dans les banques. » Mais quel emploi ferait-elle de ces excédents budgétaires ?

IV. — La Banque centrale aiderait l'établissement de caisses d'épargne postales, plus sûres que les « Savings Banks » dont nous avons conté les troubles. Les nouvelles caisses d'épargne déposeraient à la Banque d'Etat leur encaisse. Pour cela point n'est besoin, dirons-nous, d'une pareille institution. Une caisse des dépôts et consignations suffirait.

V. — La Banque centrale apporterait de nouvelles facilités de crédit.

« Les exportateurs américains seraient dorénavant « financés » par les banques américaines et non plus par l'étranger. »

La faculté de réescompter à la Banque fédérale, dont jouiraient les autres banques, leur serait précieuse. Un directeur du Crédit Lyonnais, M. Germain Martin, avait déclaré qu'il n'aurait jamais autant développé le « por-

tefeuille » de cet établissement s'il n'avait été assuré de pouvoir, quand il le faudrait, en obtenir le réescompte à la Banque de France.

D'après le bilan de la « Reichsbank », 61,4 0/0 des lettres de change qu'elle détenait au 31 décembre 1908 étaient de 1 à 30 jours seulement. Cela prouve que les banques allemandes usent des facultés de réescompte que leur procure la Banque d'Empire.

VI. — La concentration des réserves de banques à New-York, quand elles ne sont plus nécessaires pour le déplacement des récoltes, est un des adjuvants de la spéculation à New-York, Chicago et Saint-Louis.

C'est possible. Comme nous l'a écrit M. H. O. Meredik « There is plenty of credit in the U. S. A. What is wanted is not « une impulsion » but a regulative and coordinating force » (Ce qui manque ce n'est pas une impulsion, mais une force de *régularisation* et de cohésion) (1). « I am not convinced that a central bank is the best way of supplying this force » (Mais je ne suis pas convaincu qu'une banque centrale soit le meilleur moyen d'y suppléer).

Contre les projets nouveaux, les arguments sont aussi nombreux.

(1) Il est possible que l'unification soit faite par l'initiative privée. M. J. P. Morgan a acquis les actions détenues par des compagnies d'assurances, pour dominer quelques banques puissantes telles que la « National Bank of Commerce », l'« Equitable Trust Co », la « Mercantile Trust Co », la « Guaranty Trust Co », etc.

D'après le projet le plus rationnel, la Banque serait dirigée par un Conseil mixte, dont $3/5$ seraient composés de banquiers (désignés par les banques actuelles), $1/5$ serait élu par les actionnaires et $1/5$ nommé par le gouvernement. C'est ce Conseil qui aurait la mission d'élire le gouverneur de la Banque. Le capital-action serait probablement souscrit comme en Suisse par les Banques Nationales. La Banque ne pourrait escompter les effets de plus de 90 jours. Aucun actionnaire ne pourrait avoir à l'Assemblée plus d'un certain nombre de voix. Le dividende serait limité à 4 0/0, afin de rendre les actions peu intéressantes pour les spéculateurs (1).

(D'après le plan de M. Victor Morawetz, on établirait non une véritable Banque, mais un « Board of Managers », un Conseil qui, en collaboration avec le secrétaire du Trésor, régulariserait l'émission).

La territoire des Etats-Unis est trop étendu (2), dit-

(1) Pour défendre l'institution proposée, on usa de métaphores et d'apologues. « Lorsqu'un orage menace après une sécheresse prolongée, qu'arriverait-il si le maire d'une ville d'Orient, inquiet du danger d'incendie, éparpillait l'eau disponible dans tous les immeubles. L'infortuné propriétaire de la maison foudroyée lutterait vainement contre le feu avec sa faible provision d'eau, tant que les autres citoyens ne se dessaisiraient pas de la leur. Si, au contraire, l'eau était concentrée dans un seul réservoir, si une canalisation permettait de la transmettre selon les nécessités, la sécurité régnerait dans la ville. La fonction principale d'une Banque centrale est ainsi de dériver chaque dollar inutile vers un immense réservoir et d'établir un système de distribution efficace ». (The Discount System in Europe, published by the National Monetary Commission.)

(2) Plusieurs villes, New-York, Saint-Louis, Boston, Philadelphie se disputent le premier rang. Dans laquelle, demande-t-on, établir la nouvelle Banque centrale ?

on, pour être enveloppé par une seule banque d'émission. Il est vrai que l'Empire Slave ne l'est pas moins.

La Banque centrale servirait autant que les sociétés actuelles les combinaisons des spéculations privées.

L'Amérique est le pays des élections commerciales et des magistrats concussionnaires. Les fonctionnaires n'y sont pas incorruptibles.

Plusieurs fois déjà les dépôts du Trésor ont facilité quelques spéculations.

Mais des abus exceptionnels ne doivent pas servir de prémisses à un raisonnement.

Nous adoptons plutôt une autre objection :

Une « banque centrale » aux Etats-Unis ? Mais il y en eut une déjà, et même deux ! Elles eurent une existence éphémère et succombèrent sous les justes reproches qui leur furent adressés.

Un peu d'histoire est nécessaire.

La première expérience de banque d'Etat fut tentée en juillet 1780. C'était, selon l'expression de Morris, « le résultat d'une souscription patriotique pour l'achat de provisions à des soldats affamés ». En 1784 fut instituée sous le nom de « Bank of North America » une banque d'émission qui avait en même temps des fonctions commerciales. Son capital devait être au maximum de 10 millions \$; 70.000 dollars seulement furent souscrits par des particuliers. Elle prêtait à l'Etat comme la Banque de France ou la Banque d'Angleterre.

	Prêts consentis au Trésor	Sommes reversées au Trésor
1782.	\$ 923,308	865,394
1783.	349,534	388,981
1784.	»	18,467
	<u>1,272,842</u>	<u>1,272,842</u>

Le Trésor s'acquitta de sa dette. La Banque put distribuer 8 1/2 0/0 de dividende. La prime des actions atteignit 25 et 45 0 0. Cette première tentative avait assez bien réussi.

Les relations de la Banque et du gouvernement cessèrent cependant après l'établissement de la paix. Elle devint très impopulaire en Pennsylvanie où elle était considérée comme un instrument d'oppression financière.

Enfin, en 1787, elle reçut une charte que lui octroya l'État de Pennsylvanie et entra dans une longue carrière comme institution purement locale.

En 1814, en prenant sa charge, le secrétaire du Trésor Dallas voulut préparer une seconde « Banque centrale » pour subvenir aux embarras du Trésor et restaurer la circulation nationale. Dans son projet, c'était surtout un intermédiaire entre le Trésor et les « State Banks ».

Elle fut instituée après de vives discussions et ne tarda pas à être âprement combattue. Bien que sa charte eut prévu un capital versé en espèces de \$ 7 millions, \$ 2 millions seulement furent versés. Des spéculateurs empruntèrent sur des actions de la Banque. Le président et d'autres fonctionnaires de la Banque eux-mêmes

jouèrent sur ses actions. Des dividendes furent payés à des actionnaires qui n'avaient pas libéré leurs titres. Les espèces métalliques continuant à faire prime, la Banque développa outre mesure les émissions de « bank-notes ». Celles-ci s'élevèrent de g 1.911.000 en 1817 à 19.989.000 en 1832. On se demanda si la Banque n'était pas inconstitutionnelle. On lui prêtait le dessein de se livrer à des opérations immobilières ; on l'accusait de cadeaux aux sociétés de canaux et de chemins de fer ; on l'accusait même d'usure.

Dans la guerre déclarée à la « Banque Nationale », le Président Jackson se montrait violent. Il décrivait tous les dangers d'un monopole de l'argent (La « Banque Nationale » n'était cependant investie d'aucun monopole).

Dans son message du 10 juillet 1832, il disait : « Is there no danger to our liberty, and independance in a bank that in its nature has so little to bind it to our country ? The president of the Bank has told us that should its influence become concentrated as it may under the operation of such an act as this (l'acte de renouvellement de la Charte qui était alors discuté) ; in the hands of a self-elected directory, whose interests are identified with those of the foreign stockholders (entre les mains d'un directoire élu dont les intérêts se confondent avec ceux des actionnaires étrangers) will there not be cause to tremble for the purity of our elections, and for the independance of our country in war ? »

Ce fut le tremplin de la campagne présidentielle de 1832 (Les Américains cherchent toujours quel pourrait bien être l'objet de cette campagne). Le Président Jackson fut réélu par 219 suffrages contre 49 à son rival.

La seconde « Banque centrale » avait été un fiasco.

En serait-il de même pour une nouvelle tentative. Les mœurs se sont tempérées depuis cette époque. Mais quelques-uns de ces abus renaîtraient peut-être.

On redoute encore aux Etats-Unis « la périlleuse union de la bourse et du glaive (1) ».

La « Banque Nationale » laissa le souvenir d'un « football of politics (2) ». Ainsi que M. C. J. Bullock eut l'amabilité de nous l'écrire :

« The question of a central bank is a very difficult one in the United States ; From the purely economic point of view, I have no hesitation in saying that a central bank rightly organized would be a highly advantageous thing to the country if it could be kept out of the control of the great financiers who now dominate in the affairs of Wall-Street. I am very sceptical, howe-

(1) Selon l'expression de Clay, l'avversaire de Jackson.

(2) Victor Morawetz, « The Banking and Currency Problem in the United States », *North American Review*, 1909.

Voici le résultat d'une enquête entreprise par le *Banking Law Journal* auprès de 5.613 banquiers. A la question : Etes-vous favorables à une Banque centrale qui ne serait contrôlée ni par Wall-Street, ni par aucun intérêt monopolisateur, 59 0/0 répondirent affirmativement, 70 0/0 dubitativement, 34 0/0 négativement, et ces réponses défavorables étaient toutes inspirées par la crainte d'un contrôle politique.

ver, concerning the possibility of organizing a central bank that would not be under the control of these financiers ; and therefore, even from the economic point of view, I consider the proposal one of doubtful expediency. »

« From the political point of view, the proposal for a central bank seems to me to be a highly dangerous one, and I doubt if it wil be possible to establish a central bank of issue in the United States.

« It might be possible to establish under the direct control of our Treasury Department *a sort of* « *bankers bank* », but I am inclined to doubt the possibility of even this. You must understand that in this county the banking question has been in politics fer something like one hundred and twenty years, and is not likely soon to be removed from politics.

« In that respect our situation differs very radically from the situation in England or in France ».

Nous pensons qu'un autre argument a aussi une certaine valeur. Certainement, la Banque de France modère et régularise très bien le taux de l'intérêt (Comme on la considère un peu comme une institution d'Etat, qu'on croit les commerçants peu familiers avec les risques des variations de l'escompte et qu'on craint d'avantager les actionnaires de la banque, son taux est devenu presque trop immuable. L'adage « Contractibility is quite as necessary as expansibility », qu'exprimait récemment M. Ridgely, est très vrai). Il n'en serait pas

ainsi en Amérique, où l'on se trouverait dans une problématique alternative. La Banque centrale modifierait encore plus souvent son taux d'escompte que la Banque d'Angleterre. Sinon la Banque serait complice des excès de l'overhading et de l'agiotage. En fait, avant la crise de 1907, un taux d'escompte fixe et modéré eût été très funeste.

Or, les joueurs s'amuseraient de ces variations. Les « bears » et les « bulls » y trouveraient un nouveau prétexte pour leurs spéculations.

En définitive nous avouons la difficulté de conclure ci-après une querelle de cette importance, mais nous estimons inutile de transformer l'organisation financière qui a laissé s'accomplir un si puissant développement de la prospérité américaine.

CHAPITRE VIII

LA SOLUTION DE LA CRISE.

La situation générale à la fin de 1907. — La dépréciation des articles de luxe. — La richesse agricole des Etats-Unis. — Fin naturelle de la crise.

Notre récit nous a menés presque à la fin de 1907. Le caractère dominant de la situation économique est alors le « resserrement » de l'argent. La prime sur l'or aux Etats-Unis établit comme un péage sur toutes les transactions. Elle se prolonge depuis près de deux mois, tandis qu'elle n'avait duré qu'un mois en 1893. La situation en Allemagne n'est pas beaucoup meilleure selon les termes de M. Andreas Voigt, professeur à Francfort. « In Deutschland war grosse Geldmangel. Von eine « Abondance des dépôts » wie in Frankreich war nicht-an rede ». (D'une abondance des dépôts comme en France, il ne fallait pas parler). Le taux de l'escompte à Berlin s'est élevé jusqu'à 7 1/2 0/0. Les changes dans beaucoup de pays sont troublés. Partout où l'on traite des valeurs américaines, on a éprouvé un commencement de panique.

L'industrie manque de commandes après en avoir reçu plus qu'elle n'en pouvait exécuter. L'Amérique

n'absorbe plus de métaux. Les actions des sociétés métallurgiques donnent de faibles dividendes. Le cuivre, qui avait coté autrefois jusqu'à 2.500 francs la tonne et ne valait que 1.325 francs au milieu d'octobre, se relève difficilement.

La dépréciation est encore plus complète pour les articles de luxe, ceux qu'on hésite à acquérir quand on a moins de monnaie en poche.

Les observations basées sur les dépenses voluptuaires présentent un réel intérêt. M. Clément Juglar y attachait de l'importance pour la détermination de périodes économiques.

On a prétendu quelquefois que les consommations de luxe contribuaient aux crises et en particulier aux crises américaines.

Dans les premiers temps de l'économie politique, alors qu'on n'étudiait dans les crises que la rupture d'équilibre entre l'offre et la demande, on s'inquiétait beaucoup trop de la légitimité du luxe. C'était le temps où, facétieux, Bernard de Mandeville en prenait la défense et publiait (1723) sa *Fable des abeilles* ou *Les vices privés font la fortune publique*.

The root of evil avarice,
That damn'd ill natured baneful vice,
Was slave to prodigality,
That noble sin, whilst luxury,
Employ'd a million of the poor,
And odious pride a million more :
Envy itself, and vanity,
Were ministers of industry (V. 177 et s.).

Le luxe fut plus tard beaucoup moins bien considéré. Aux Etats-Unis, en 1837, le Président Van Buren attribuait partiellement la panique « to the rapid growth among all classes and especially in our great commercial cities of luxurious habits of living founded on merely fancied welfare and detrimental alike to the industry, the resources and the morals of the country ».

Dans un discours prononcé à l'*American Bankers association*, M. Ingalls, président d'une grande Compagnie de chemin de fer, s'est plaint de ce que ses concitoyens avaient dépensé avant la crise de 1907 400 millions de dollars en deux ans pour acheter des automobiles.

A l'Assemblée générale de la « London City and Midland Bank », Sir Edward Holden remarquait qu'un des facteurs des exportations d'or américaines consistait dans les dépenses des touristes yankees. Les Etats-Unis les payent en vendant des obligations à l'étranger ou « by carrying over the indebtedness until such time as their balance of trade became larger ».

Donc en 1907, le marché des soies à Lyon et à Saint-Etienne, celui des tulles à Calais, et surtout le commerce des diamants sont très troublés. Les orfèvres de la rue de la Paix s'inquiètent. Les antiquaires de Paris s'alarment. Les recettes des théâtres diminuent.

On voit un peu moins d'Américains dans les places de leur chère Riviera, et ils laissent moins de dollars à l'établissement qu'entretient la « Société des bains de

mer de Monaco ». Les grands hôtels terminent péniblement leur exercice financier.

Il y a partout moins de circulation. Pour la première fois depuis deux ans et demi, les recettes des chemins de fer publiées dans le *Wall-Street Journal* révèlent pour la dernière semaine de novembre une diminution de \$ 168.790, c'est-à-dire 1, 97 0/0.

L'émigration s'est modifiée. On ne s'embarque plus à Brême et à Hambourg pour l'Amérique. La « Hamburg America » diminue son dividende de 10 à 7 0/0.

Les immobilisations des capitaux devenant difficiles on élève moins de maisons en Angleterre.

L'encaisse de toutes les banques a diminué.

« Tout est cher sauf l'argent » (Everything is dear, but money), disait en 1836 le *Journal of commerce*. C'était vrai aussi pour la période de spéculation antérieure à la crise de New-York. En décembre, par contraste, on aurait pu dire : « Tous les prix sont tombés, sauf celui des capitaux. »

Mais quoi ? L'intérêt déjà si élevé continuera-t-il à croître encore ? S'élèvera-t-il à 10 0/0 comme en 1890 ?

Non certes, car tout a des limites ; et ces mouvements des prix qui nous étonnent par leur importance considérable ne sont que de vastes oscillations.

Les capitaux flottants possèdent une *parfaite mobilité*. Ils se dirigent très vite vers les places où un intérêt élevé les appelle (1). L'argent retiré par défiance des ban-

(1) En voici une preuve tirée de la cote des changes. En 1908 et au

ques ne peut demeurer improductif. Il cherche un nouvel emploi. Or, à ce moment, on se défie des valeurs industrielles. Sans doute, des Fonds d'Etat sont en dehors des variations de Bourse ; mais on pense que les circonstances actuelles ne dureront pas et l'on hésite à faire des placements durables.

Il y a ainsi, bientôt, des capitaux disponibles dans les Bourses qui en étaient les plus privées.

Il suffit alors de circonstances accidentelles, par exemple d'une bonne récolte en Amérique après des pluies bienfaisantes, pour achever la détente, renverser la situation économique et rendre même inutiles les capitaux venus de l'extérieur au secours des places menacées.

« The country's subsequent industrial recovery has been more rapid than usual, nous a écrit M. Alexandre Noyes. Is it not possible that this is because of the great wealth and power of the agriculture of the west ? » (La reprise industrielle a été plus rapide que de coutume. N'est-il pas possible que ce soit à cause de la prospérité et du grand pouvoir de l'agriculture dans l'Ouest ?)

M. Raphaël. G. Lévy nous a aussi fait remarquer qu'on oubliait trop l'élément de stabilité financière que procurent aux Etats-Unis leurs richesses naturelles. La

commencement de 1909, les effets sur Paris étaient très demandés à Berlin, en partie à cause de dénonciations de comptes courants par des banques françaises. Ceux-ci dataient de l'époque où l'argent était cher à Berlin et y était accouru de l'étranger en vertu de cette fluidité des capitaux disponibles.

crise de 1907 survenue, répétons-le, en pleine prospérité, n'a été qu'un accident, une blessure superficielle dans leur développement continu.

Qu'on songe aux chiffres de la production agricole et industrielle dans ce pays. Ses usines ont produit en 1908 16 millions, en 1909 26 millions de tonnes de fonte brute. L'industrie est admirablement concentrée et organisée. L'extraction de houille, de pétrole, de minerais de fer est considérable.

Les champs de blé du Kansas ou du Minnesota non seulement nourrissent une population toujours croissante, mais contribuent aussi à l'alimentation de l'Europe. La production moyenne du froment ne s'élevait, durant la période quinquennale 1903-1908, qu'à 650 millions de boisseaux. Elle a atteint 664 millions en 1908 et 724 millions de boisseaux en 1909. Ce rendement lucratif est une source immense d'enrichissement.

Qu'on médite l'importance de ces chiffres ; qu'on réfléchisse à l'énergie des Anglo-Saxons, décidés à un progrès incessant, à un usage productif de toutes leurs forces musculaires et morales, décidés au triomphe ; et l'on conclura que la panique de 1907 a été un aliment pour leurs journaux, une époque dangereuse pour leurs banques, une minute tragique pour le « Stock-Exchange », mais qu'ils devaient rapidement et fatalement s'en tirer.

Aidée par la volonté des businessmen, cette baisse

d'octobre 1907, cette raréfaction des capitaux s'est finalement détruite elle-même. Et, sauf l'intervention que nous avons dite du gouvernement fédéral et des Etats américains, la situation s'est dénouée sans aucune solution compliquée, sans mesure législative ou entente internationale. Elle a été résolue naturellement par le *seul jeu de l'intérêt privé et de la libre concurrence.*

CHAPITRE IX

LA REPRISE DES AFFAIRES APRÈS LA CRISE.

La dépression économique de 1908. — Ralentissement de la production, du commerce et de la navigation. — L'abondance de l'or. — Augmentation de l'encaisse et des dépôts dans les Banques. — Hausse des fonds d'Etat. — Reprise des affaires en 1909. — Ses causes générales : Prospérité nouvelle des Etats-Unis. — Crédit des Américains. — Production aurifère. — Nouvelles forces productives. — Les principaux indices de la reprise d'activité. — Hausse des prix aux Etats-Unis et en Europe. — Accroissement du portefeuille commercial. — Emission de billets de banque. — Recettes des chemins de fer. — Emission de valeurs mobilières. — Hausse de Bourse. — Comment l'étudier. — Psychologie des Bourses. — Le « boom » du caoutchouc.

Nous pourrions terminer ici notre étude. Mais cet essai d'histoire financière serait incomplet si nous n'esquissions la fin du cycle économique dont la crise de 1907 a marqué la phase principale ; si nous n'indiquions les indices de la reprise et l'ordre dans lequel ils se sont manifestés.

Alors qu'en novembre 1907, on croyait de longs mois nécessaires pour liquider les embarras financiers, la situation redevint normale dès les premiers mois de l'année suivante.

Une réserve doit être faite en ce qui concerne les

faillites que les statistiques américaines révélèrent plus nombreuses, aux États-Unis, même qu'à la fin de 1907 (On avait, par exemple, déjà constaté plus de liquidations en 1878 (après la crise) qu'en 1872) (1). Quant aux faillites constatées au Danemark, à Francfort, etc., en 1908, elles étaient dues à des raisons surtout locales.

Cette année 1908, si elle s'écoula sans heurts, sans soubresauts importants, fut du moins une période de stagnation des affaires.

« Industry pulsates with an alternate diastole and systole (2). »

D'après les « Reports of the Comptroller of the currency », qui donnent un bilan d'ensemble de toutes les banques des États-Unis aux environs du 30 juin de chaque année, les prêts, placements, encaisses et dépôts privés de 1907 à 1908 varièrent ainsi :

	30 juin 1907	30 juin 1908
Avances et escomptes . . .	40.763,9	40.438 (44.373 en 1909)
Titres autres que les obligations fédérales	3.683,2	3.695,7
Encaisse	1.113,7	1.368,3
Dépôts industriels	43.099,6	42.784,5

On observa pendant le premier semestre de 1908 un ralentissement des importations et exportations dans les principaux pays, même pour la France, qui n'avait été atteinte que par répercussion.

(1) Cauwès, *Précis du Cours d'Economie politique*, 2^e éd., 1881, I, p. 607, en note.

(2) *Edinburgh Review*, janvier 1910, p. 24.

La *production fut partout moins intense* (1).

En Allemagne l'excédent des demandes d'emploi sur les offres s'accroissait beaucoup :

Il y avait d'après l'Office du travail :

En décembre 1907, 162 places demandées pour 100 offertes.

En décembre 1908, 200 au moins demandées pour 100 offertes.

(Au contraire en décembre 1909, 168 places demandées pour 100 offertes.)

Il y eut un chiffre moindre de compensations dans les clearing-houses, une diminution générale dans les recettes des chemins de fer et des *compagnies de navigation*. Les grandes sociétés allemandes devaient dans les premiers mois de 1908 réduire leurs frais généraux et leur incroyable publicité. Les actions de la « Hamburg Amerika » perdaient 40 0/0 de leur valeur. Les chantiers des constructions navales souffraient en Angleterre d'un chômage auquel ils ne sont pas habitués comme les chantiers français.

(1) *Production minérale des Etats-Unis.*

	1907	1908	1909
Houille	325.000.000 tonnes	307.000.000	327.000.000
Pétroles	164.000.000 barils	165.000.000	181.000.000
Minerai de fer	53.000.000 tonnes	31.000.000	53.500.000

Les chiffres de 1909 confirment la reprise dont nous parlerons plus loin. Le Dr William Kent a prédit que la production de fer brut aux Etats-Unis qui s'est élevée en 42 ans de 1 à 23 millions de tonnes, progresserait à 67 millions en 1920 et 528 millions en 1950 ! (*Zeitschrift für Sozialwissenschaft*, 1907, p. 255).

Constructions de navires en Angleterre.

		Vapeurs tonnes		Voiliers tonnes		Total tonnes
1905	737	1.604.796	58	18.372	795	1.623.168
1906	815	1.809.433	71	18.910	886	1.828.343
1907	752	1.581.521	89	23.369	841	1.607.890
1908	454	914.570	69	15.099	523	929.669
1909	468	972.799	61	18.267	526	991.066

« Le volume des affaires en Amérique était presque réduit de moitié. »

Commerce extérieur des États-Unis.

	Exportations	Balance du commerce
1907	\$ 1.923.395.000	+ 500.105.000
1908	1.752.835.010	+ 636.461.000

Et les capitaux affluaient. La production de l'or-facteur non négligeable (et dont il ne faut cependant pas exagérer l'importance) de ce que les Anglais appellent « le marché de l'argent » — s'accroissait sans cesse. Alors qu'on ne produisait dans le monde en 1850 que pour 680 millions de francs environ de ce métal monétaire, le Transvaal seul en donnait 750 millions en 1908, augmentation due à une exploitation beaucoup mieux organisée.

(Il y eut des absorptions de mines secondaires par les plus grandes; on a commencé à employer l'énergie électrique. Les frais généraux ont diminué et cela permit de répartir aux actionnaires 29 0/0 de la production.)

Les grandes banques d'émission profitaient de cette

période pour augmenter leur encaisse. Celle de la Banque de France, à la fin de 1908, atteignait 3 milliards 500 millions en or (1). Les économistes étrangers commentaient avec un peu d'inquiétude cette politique de pléthore qu'ils disaient inutile ou dangereuse. Le *Statist* du 23 janvier disait : « A Paris, la Banque détient une si immense proportion des réserves bancaires du monde, que si ces 3.575 millions de francs en or demeurent à la Banque de France, il est impossible qu'il puisse y avoir beaucoup d'activité ailleurs. » A quoi la Banque de France répondait (2) que l'augmentation d'encaisse était due seulement à la situation créditrice de la France et à l'état économique général.

D'ailleurs les métaux monétaires rentraient partout. Les Etats-Unis, au lieu d'importer £ 17.500.000 d'or comme en 1907, en exportèrent 6 millions en 1908. En Allemagne même, l'importation d'or excédait de 281 millions de marks l'exportation pour les dix premiers mois de 1908.

Comme on le prévoit, les dépôts de banque se multipliaient en même temps. Les « comptes courants de dépôts (3) et d'acceptations » dans les grands établis-

(1) *Situation de la Banque de France.*

	Encaisse-or	Circulation	Portefeuille
Novembre 1898	1.835	3.835	1.340
— 1907	2.700	4.885	1.840
— 1908	3.354	4.928	1.220

(2) Rapport de M. Pallain à l'assemblée générale des actionnaires.

(3) On réunit sous ce nom les dépôts proprement dits et les reliquats des comptes non soldés, c'est-à-dire, si l'on peut s'exprimer ainsi, un élément positif et un élément négatif.

ments de crédit français atteignaient au 30 novembre 1908, F. 5.362 millions au lieu de F. 4.830 millions au 30 novembre 1907. Cet argent restait assez inactif. Le portefeuille commercial de nos banques (de la Banque de France en particulier) ne cessait de se restreindre. Toutes réalisaient des profits moindres qu'en 1907. En Angleterre les profits des 14 banques principales diminuèrent en 1908 de 14 0/0. La « London and Westminster » réduisit légèrement son dividende.

Autre phénomène connexe : les fonds d'Etat bénéficiaient d'une hausse appréciable. Ceux mêmes qui n'étaient pas encore « classés » et que les établissements chargés de les émettre n'avaient pu écouler, étaient demandés par une clientèle avide de placements. Cela facilitait leur bilan de fin d'année à quelques banquiers d'Allemagne. Etant donné la baisse de l'intérêt, les capitalistes préféraient placer en fonds publics même aléatoires, l'argent qu'ils laissaient auparavant en dépôt productif dans les banques.

Aussi de nombreuses émissions de l'Amérique latine étaient-elles offertes aux capitaux disponibles et immédiatement souscrites en France et en Angleterre (Les émissions nouvelles s'élevaient à 5 milliards 075 en Angleterre, plus de 3 milliards, 5 en Allemagne, de 3 milliards en France, etc.).

Quelques banques, profitant du calme, se préparaient à augmenter leur capital.

Mais les cours des valeurs industrielles étaient pres-

que identiques à la fin et au commencement de l'année 1908 ! C'est en 1909 seulement que s'est manifestée à la Bourse une vraie reprise des affaires.

Etudions d'abord les causes, puis les indices de cette reprise générale.

Les principales causes d'activité nouvelle sont : la reprise de confiance des commerçants et des industriels, l'abondance des capitaux mis à leur disposition et la mise en valeur de nouvelles forces productives.

I. — La confiance met un peu plus de temps à reparaître qu'à se dissiper. Cependant les causes mêmes de la panique semblent avoir été oubliées. Les affaires du moment font oublier aux industriels l'histoire économique des années précédentes ; ils se soucient peu des diagrammes et des discussions rétrospectives.

C'est d'Amérique qu'étaient venues les difficultés de 1907. Ce sont les chemins de fer américains qui avaient agité quelques bourses d'Europe ; ces titres furent aussi parmi ceux qui bénéficièrent le plus de la hausse en 1909.

Quant au cuivre, qui avait été l'une des causes immédiates de la crise étudiée plus haut, il s'est relevé d'environ 100/0 depuis son cours minimum. Le « Rio Tinto », la valeur la plus atteinte à la Bourse de Paris, a monté de 1.600 à près de 2.000 francs, ou plutôt on l'y a fait monter, car malgré d'importantes demandes, le stock de cuivre n'a pas beaucoup diminué. Au contraire.

Stock du cuivre		Tonnes	Prix
31 décembre 1908.		46.227	63.15
—	1909.	101.972	61.15
15 avril	1910.	110.220	

(Circulaire Merton.)

D'après James Lewis, la production mondiale du cuivre a atteint en 1909, 860.000 tonnes, c'est-à-dire 105.000 de plus qu'en 1908, 140.000 de plus qu'en 1907.

Ces chiffres prouveraient que toute trace de la crise ou tout danger de panique nouvelle ne sont pas abolis. M. A. Noyes est cependant rassuré par la constatation de prix moins « inflated » qu'en 1901 ou 1907.

Tous les prix ont de nouveau monté aux Etats-Unis, sauf celui très instable du coton. Les commandes ont afflué.

Trust de l'Acier	Recettes nettes	Dividendes, pour	
	(en millions de dollars)	les act.	ord.
1906	156	2 0/0	\$ 10
1907	160	2 »	» 10
1908	91	2 »	» 10
1909	131	4 »	» 20

Plus de cent compagnies ont relevé leur dividende ou en ont repris le payement depuis 1907 (1).

Le nombre des faillites en 1909 a vraiment diminué, sauf — naturellement — à la fin de l'année.

(1) Dividendes et intérêts (202.022.602) de janvier 1910, comprenant :

	1909	1908
Dividendes.	87.591.352	75.117.856
Intérêts d'obligations.	114.431.350	107.131.250

Statistique des faillites aux Etats-Unis.

	en 1909	Passif
Premier quart	3850	44.460.956
Deuxième —	2981	44.080.423
Troisième —	2836	29.694.498
Quatrième —	3257	36.967.534

Les constructions immobilières aux Etats-Unis ont atteint un record en 1909, augmentant de 37, 2 0/0 sur le chiffre de 1908 (Au Canada, accroissement de 46, 5 0/0).

Les Américains s'enrichissant de nouveau n'ont plus hésité à s'offrir des articles de luxe et la « De Beers », dominée par les variations des demandes de diamants, a retrouvé ses cours d'autrefois.

Les dépôts dans les banques de New-York ont été moins rares qu'en 1907-1908.

Les transactions ont été intenses d'après le total des Clearings. Voici en effet le chiffre des compensations pour les 111 principales villes des Etats-Unis :

1908.	431 milliards de dollars
1909.	464 — —

Les émissions d'obligations ont été de nouveau nombreuses.

Elles se sont élevées d'après le « *Journal of commerce* » à \$ 957.000.000 en 1909, au lieu de 802.000.000 en 1908. Elles ont été surtout placées à l'intérieur de l'Amérique, mais ce placement ne fut pas très facile

« It is doubtful, écrit M. A. Noyes, whether the American market is, strictly speaking, saturated with railway bonds, and I do not think that the return of such bonds from Europe has had great influence in over-supplying the market. The main reason why our bonds sell so slowly is the same reason that holds down British consols... namely, that new issues of a similar character are constantly being brought out, while the interest of large capitalists and speculators is largely being diverted to stocks instead of bonds ».

On a eu de nouveau confiance en les Etats-Unis et ils ont repris confiance en eux-mêmes. Ils sont même, peut-être, redevenus trop confiants, comme l'indiquerait, si elle était sérieuse, l'institution en 1908 de la « ligue de la prospérité (1) », dont voici le mot d'ordre : « Répétez-vous que vous êtes prospères, et vous le serez. » Parions que ses membres étaient ou se croyaient être les disciples de Schiller et de William James. Comme application du pragmatisme, c'est admirable ; mais en affaires, c'est au moins singulier.

II. — La seconde cause de la reprise du crédit a été, avons-nous dit, *l'abondance de l'argent*.

Les dépôts dans les sept grandes banques de France ont encore augmenté de 400 millions en 1909. Au « Crédit Lyonnais » par exemple, ils atteignaient 8.245 millions au 31 décembre 1909.

(1) *Quarterly Journal of economics* (« A year after the panic by Carrol D. Wright »), février 1909.

Le taux de l'escompte — et cette stabilité est remarquable — a été, toute l'année, de 3 0/0 à la Banque de France (tandis qu'à la Banque d'Angleterre il variait six fois de 2 1/2 à 5 0/0).

Les reports se sont effectués jusqu'au mois d'octobre au taux modéré de 1 à 3 0/0. On éprouva toutefois un léger renchérissement des capitaux et, remarquons-le, ce fut une fois de plus à l'automne.

La production de l'or, enfin, notons-le accessoirement, a été plus abondante encore qu'en 1908.

Production du Transvaal.

	Liv. sterl.
1906.	24.579.997
1907.	27.403.738
1908.	29.957.610
1909.	30.925.788

III. — Nous avons dit qu'on mettait en valeur de nouvelles forces productives.

Les inventions, les progrès des sciences appliquées augmentent les ressources de l'industrie sans la mettre, certes, à l'abri des paniques, mais en augmentant tous les jours le chiffre des affaires.

Pour préciser cette formule vague, remarquons, par exemple, le développement extraordinaire et facile à prévoir des applications de l'électricité. Les sources productives d'énergie tendent à se grouper, à constituer de vastes réseaux (1) analogues aux réseaux de chemins

(1) Nord de la France, Rhône, littoral méditerranéen, Sud-Ouest,

de fer et soumis à la même loi d'évolution. Les conséquences en seront innombrables.

La production des industries extractives (charbonnages, sources de pétrole) est en progression constante.

Les contrées mises les dernières en exploitation se peuplent davantage par l'immigration, fortifient leur crédit et comptent chaque jour davantage comme vendeurs et acheteurs (1).

On serait tenté de répondre que ce sont là des effets et non des causes de la reprise des affaires. Nous dirons cependant que cette activité moderne ne peut subir que des *défaillances*, des dépressions momentanées.

Telles sont les causes, très générales, de la reprise des affaires, qui a paru s'effectuer en 1909, mettant un terme définitif à la crise de 1907. Il est possible d'en indiquer d'une manière plus précise les effets, les manifestations, les preuves.

Les observations relatées ici seront évidemment la

etc. Aux Etats-Unis une ligne électrique transportera bientôt l'énergie des chutes de Niagara à une distance de 480 kilomètres.

(1) Citons en particulier le merveilleux développement de la République Argentine qui a construit des ports, étendu ses chemins de fer et réorganisé ses finances publiques. Il est curieux de noter que la crise de 1907 avait affecté son immigration :

	Immigration	Emigration
1905	177.117	42.869
1906	252.536	60.124
1907	209.103	87.690
1908	255.710	85.412

contre-partie de celles qui ont été faites pour la période précédente.

Premier indice : une hausse générale des prix (qui apparaît par exemple dans les index-members de Sauerbeck :

1867-1877	100	Septembre 1909.	74,7
1905	72	Octobre —	75,2
1906	77	Novembre —	75,3
1907	80		
1988	73	Décembre —	76,3

D'après l'index Norton, le prix de la vie en Amérique pouvait être représenté en 1910 par le chiffre 143 au lieu de 86 en 1896.

La hausse du prix du blé a été très notable.

Deuxième indice : Les capitaux affluant dans les banques n'y restent plus inactifs. Les établissements de crédit, ceux qu'on a nommés « les grands bazars financiers » en leur reprochant injustement de ne pas assez aider l'industrie, ont escompté en 1909 le papier commercial à un taux peu coûteux. Les effets qu'ils détenaient en portefeuille au 30 novembre 1909 s'élevaient à 4.300 millions, dépassant de 400 millions le chiffre correspondant de la pénultième année.

Or, cet indice est le plus important.

M. Clément Juglar, dont on sait quels furent les travaux sur la périodicité des crises, déclarait le 6 juillet 1891 : « Le sens du mouvement est-il ascendant pour le portefeuille, descendant pour l'encaisse, nous sommes dans la période prospère. » C'est le cas actuelle-

ment. « Est-il descendant pour le portefeuille, ascendant pour l'encaisse, nous sommes dans la période de liquidation. » Il en citait d'instructives applications (1). « Le portefeuille, a-t-il dit ailleurs (2), s'élève ainsi pendant une série d'années, sept à huit en moyenne... On peut ainsi déclarer à une année ou dix-huit mois près qu'on est à la veille d'une crise. »

Comme tous les esprits séduits par une vérité, M. Juglar l'exprimait sous une forme trop concise.

Ajoutons que cette loi, comme toutes les lois économiques — s'il y a des lois économiques — est évidente, car les prix s'élevant et les commandes étant plus nombreuses, industriels et commerçants ont plus d'effets à recouvrer et le montant de ces effets s'accroît.

Des chiffres corrélatifs de ceux du portefeuille bancaire sont fournis par les opérations des chambres de compensation. Celles du « Clearing-House » de Londres ont atteint en 1909 leur propre record : 325 milliards de francs, chiffre supérieur de 70 milliards à celui de 1907, record antérieur.

Troisième indice : Les banques d'émission ont augmenté la circulation des billets.

Le 6 janvier 1910, les billets émis par la Banque de France s'élevaient à 5.470.001.888 francs. A 330 mil-

(1) Compte-rendu des discussions de la Société d'Economie politique. *L'Economiste Français*, 18 juillet 1891.

(2) L'influence des crises commerciales sur l'état économique (Extrait du « *Journal de la Société de statistique* », juillet et septembre 1896).

lions près, le maximum légal de l'émission (5.800 millions) était atteint.

Ce qui est plus grave, c'est que la circulation des bank-notes émis par les 6.853 « banques nationales » aux Etats-Unis atteint 711 millions de dollars contre 238 en 1900.

Quatrième indice : Les marchandises ayant été beaucoup produites et vendues ont aussi beaucoup circulé. La circulation s'est, en un mot, accélérée. En France toutes les compagnies de chemins de fer ont eu des recettes meilleures en 1909 qu'en 1908, sauf — faut-il dire naturellement ? — sauf le réseau racheté de l'Ouest-Etat pour lequel on constate une diminution de 2.761.000 francs et ces excédents de recettes varient de 1 à 10 millions de francs.

Les recettes des « chemins de fer fédéraux » (en Suisse) assez curieuses, étant donné la politique ferroviaire du gouvernement helvétique depuis quelques années (leurs lignes, dont quelques-unes sont internationales, ont 4.879 kilomètres), ces recettes ont progressé de 2.750.000 francs.

Les recettes du canal de Suez, plus intéressantes, parce qu'elles sont un témoignage de la circulation mondiale, ont été en avance de plus de 10 millions sur celles de l'année précédente (et du 1^{er} janvier au 5 mai 1910, elles ont pris une nouvelle avance de 7.610.000 fr.).

Les émigrants, apprenant que la main-d'œuvre

était demandée en Amérique, ont été plus empressés à faire le voyage (1) et les recettes de la « Hambourg-Amerika » se sont très améliorées.

Enfin dans la plupart des pays, on a constaté un accroissement du commerce extérieur : en France, augmentation de 332 millions pour les importations ; 500 millions environ pour les exportations. En Angleterre (2), en Allemagne (3), en Russie, on observe la même progression.

V. — Comme cinquième indice, nous trouvons les excédents de recettes fiscales. En France, on les oublie généralement parce que des ouvertures de crédit supplémentaires les absorbent complètement. Quoi qu'il en soit, en 1909, le produit des impôts a excédé de 147 millions environ les recettes encaissées en 1908. Parmi les impôts, les contributions indirectes et, en

(1) Emigrants par Brème et Hambourg:

1906	401.299
1907	445.188
1908	174.676
1909	316.337

(2) Commerce de l'Angleterre (*Statist*, 15 janvier 1910).

Augmentation des exportations en 1909 £	1.276.000 = 0,3 0/0
— importations —	31.787.000 = 5,3 0/0

(L'augmentation des importations n'eût été que de 3,2 0/0 si l'on n'avait pas tenu compte de la hausse de prix des produits importés.)

(3) Commerce extérieur de l'Allemagne :

(En mille marks)

	1909	1908
Importations	8.213.610	7.664.021
Exportations	6.680.805	6.398.773
Total	14.894.415	14.062.794

particulier, l'impôt sur les opérations de bourse, sont les plus intéressants au point de vue qui nous occupe. Or, en décembre 1909 par exemple, l'impôt sur les opérations de bourse a été en plus-value de 216.500 fr.

En Allemagne, pour les 10 premiers mois de 1909, cet impôt a produit 16 millions de M. contre 8, 6 en 1908 et 9, 8 en 1907, c'est-à-dire qu'il a presque doublé.

VI. — Comme dans toutes les périodes de reprise des affaires et d'abondance des capitaux, les émissions nouvelles ont été très nombreuses. Les admissions à la cote officielle ont atteint en France, pour l'année 1909, 3.368 millions, chiffre qui n'a été dépassé qu'en 1906 (1).

(1) <i>Emissions en Angleterre</i> , premiers six mois 1909.		1908.
Fonds britanniques	4.000.000	2.000.000
Municipalités anglaises.	3.469.150	6.263.200
Gouvernements indiens et coloniaux.	23.945.000	21.020.700
Municipalités coloniales et étrangères.	18.070.440	10.658.203
Gouvernements étrangers	20.308.520	6.900.000
Chemins de fer anglais.	»	10.098.075
— coloniaux	4.300.000	7.000.000
— indiens	3.275.000	3.450.000
— américains	22.772.750	15.430.000
— étrangers	16.786.000	11.195.651
Commerciales.	11.495.427	7.950.643
Trusts financiers.	5.479.999	3.035.000
Fer, houille et acier.	»	1.055.000
Dock	»	1.350.000
Gaz et eau	197.865	140.000
Banques et assurances.	900.000	2.450.000
Electricité	4.399.000	1.836.500
Mines	2.287.250	727.500
Thé, café, caoutchouc.	1.172.000	406.500
Tramways	2.810.580	2.955.800
Total.	115.668.983	115.922.772

Les créations de sociétés par actions furent multipliées en Allemagne (1).

On a constaté en France des introductions nombreuses au « marché en Banque ». C'est un procédé fréquemment employé dans toutes les périodes où l'argent abonde.

Les promoteurs des entreprises les plus diverses : mines de cuivre, concessions de millions d'hectares dans des contrées équatoriales et désertes, casinos, attractions variées (mais nous ne voulons pas préciser par d'injurieux exemples), dès qu'ils ont obtenu de leur affaire quelques bénéfices, s'empressent d'en réaliser de plus notables en émettant des actions à des cours majorés. Une action cuprifère de 25 francs a été introduite avec une majoration de 150 0/0 et a encore bénéficié, malgré sa valeur problématique, d'une hausse de 100 0/0. Grâce à la faveur que le marché français accordait aux « Estrellas », dont la valeur nominale est d'une piastre et qui cotent de 8 à 900 francs on a lancé un chapelet d'actions mexicaines échangées jusqu'à 3.800 francs.

Ces faits ne sont possibles que lorsque les derniers effets d'une crise ont disparu.

VI. — La reprise des affaires industrielles a permis

(1) Fondations de sociétés par actions en Allemagne.

1908. 157 sociétés au capital de 177 millions de M.

1909. 182 — — 227 —

Nous pourrions encore citer d'autres indices tels que la statistique des demandes de travail dans le Royaume-Uni, mais ils sont plus secondaires.

de conserver aux capitaux, malgré leur abondance, une rétribution suffisante. En 1900 on croyait n'obtenir bientôt plus que 2 1/2 0/0 de ses capitaux. Il est maintenant presque facile d'en avoir 4 0/0.

VII.— Il y a eu enfin une hausse générale, en bourse, de la cote des valeurs mobilières, et nous nous permettrons d'insister un peu sur ce dernier indice.

Il résume assez bien la situation financière, tout en ne permettant de la juger qu'un peu *extérieurement*.

Il y a, en effet, des variations de cours qui ne correspondent guère aux transformations économiques.

A Paris, les 4 et 5 février 1910, le « Rio » s'élevait tandis que le prix du cuivre avait une forte tendance à la baisse.

Une action industrielle a baissé après une augmentation de son dividende simplement parce que, ce dividende étant fixé pour un an, elle n'était plus intéressante.

C'est surtout en Amérique où tant de titres sont « flottants », où les achats du « comptant » ne ratifient pas les hausses spéculatives que l'on constate des écarts difficiles à comprendre. L'*Union Pacific*, qui constitue une organisation des voies ferrées puissante et stable, est l'objet au « Stock-Exchange » des variations les plus mouvementées. En quelques séances les actions américaines ont perdu l'avance prise en 1909 et conservée par les titres des bourses d'Europe (1).

(1) Les Anglais ont déclaré incompréhensibles les variations de la Bourse américaine (*Standard*, 5 février 1910, etc.).

L'attention des spéculateurs est monopolisée par des mines qui souvent ne contiennent rien de précieux, mais qui sont précisément intéressantes parce qu'on ignore ce qu'elles contiennent.

Un rien suffit à entretenir l'espoir d'un capitaliste : Un acompte distribué par une compagnie territoriale à ses actionnaires, pour qu'ils patientent, active immédiatement les achats.

Les bourses cherchent des motifs d'agitation : statistique des cuivres, statistique de la main-d'œuvre au Transvaal, dont les résultats influent plus ou moins sur la valeur véritable des actions.

En résumé, la progression des cours n'est *pas proportionnelle* à celle des dividendes. Ces mots : « premier coupon attaché » excitent non de l'inquiétude, mais une fascination singulière (1). Comme on jouit davantage d'une satisfaction future que d'un plaisir actuel, ainsi l'on préfère les entreprises aléatoires n'ayant jamais donné un dividende, mais qui commencent, à celles donnant de solides revenus, mais parvenues à leur apogée.

Les observations critiques ne sont pas inutiles avant l'examen difficile d'une hausse ou d'une baisse de Bourse.

(1) Parmi 92 actions cotées en coulisse et inscrites au « Cours de la Banque et de la Bourse » sous la rubrique « Mines diverses », nous en avons relevé 43 qui n'ont jamais distribué de dividende ! (Ajoutons à ce nombre 32 actions cotées dans le même journal sous la rubrique « Valeurs diverses », etc.)

Comment être certain qu'une variation a été générale? Faut-il observer les titres les plus cotés? Ils n'ont qu'un marché restreint. Les plus solides? Ils ne donnent lieu qu'à peu d'opérations à terme.

Des valeurs peuvent progresser isolément. On peut surtout concevoir la hausse d'un compartiment de la cote : des valeurs d'électricité ou des mines d'or par exemple.

Ces réserves étant faites, ajoutons que ce sont là des exceptions. Les valeurs susceptibles d'oscillations sont solidaires. La cote est comme une file de voitures immobilisées par le fait d'une seule, et reprenant peu à peu leur mouvement, dès qu'avancent les premières.

L'abondance des capitaux détermine la hausse et cette cause est générale. La baisse d'un titre important oblige ses acheteurs à terme, pour se couvrir, à des réalisations d'autres valeurs, et la hausse de quelques titres recherchés oblige les capitalistes à en acheter d'autres dont la plus-value est moins prohibitive.

Par quelles valeurs de bourse a commencé la hausse? Ce ne sont pas nécessairement celles ayant fléchi les premières qui se relèvent avant les autres. La baisse avait commencé par des titres spéculatifs, la reprise des cours peut débiter, tandis que la confiance n'est pas rétablie, par les fonds d'Etat. Ceux-ci qui avaient été, comme toujours, stationnaires pendant la période critique, commencèrent dès 1908 à monter de 2 à 4 0/0, alors que les capitalistes conservaient pour les autres

placements une très prudente expectative. Les emprunts Russes en profitèrent notablement. Et ce mouvement a continué pendant que l'amélioration s'accroissait. Le « trois pour cent » lui-même, dont le principal client était devenu la Caisse des dépôts et consignations pour le compte des caisses d'épargne, le trois pour cent a gagné près de quatre points en deux ans.

Puis est venue une progression remarquable des valeurs industrielles avant même que se réalise la reprise des affaires dans l'industrie. Cette hausse a atteint 20 0/0 pour les actions des onze principales sociétés métallurgiques (1).

Aux États-Unis, l'action de la « Corporation de l'acier » (cotée 65 \$ en août 1907) valait 89 1/8 le 28 décembre 1909 (2).

En Allemagne, les banquiers, par leur circulaire de fin d'année, devaient avertir leur clientèle des excès de la spéculation sur les valeurs métallurgiques.

La production et l'échange s'accroissant, les opérations productives des banques se développèrent sauf à

(1) Hauts-fourneaux de Denain-Anzin, Et.Schneider, Forges du Nord et de l'Est, Chatillon-Commentry, Longwy, Forges et Aciéries de la Marine, Dyle et Bacalan, Micheville, Aciéries de France, Commentry-Fourchambault, Fives-Lille.

	janvier 1908	janvier 1909	janvier 1910
Fives-Lille	349	526	755

(2) On refusa vers le mois de juin 1909 au « Trust de l'Acier » d'admettre ses actions ordinaires à la cote officielle de Paris. On essaya de justifier cette décision par les cours trop élevés auxquels la spéculation américaine maintenait cette valeur; mais c'est peut-être tant pis pour le marché français.

la Banque de France, concurrence pour l'escompte par les succursales des établissements de crédit, et dont le dividende a dû être réduit de 160 à 140 francs. De plus, les banques bénéficiaient des émissions nouvelles d'obligations et de Fonds d'État. Tout s'enchaîne dans une telle reprise d'activité.

Si donc nous comparons les cours des actions de sept grandes sociétés de crédit au 31 décembre 1908 et au 31 décembre 1909, nous constatons pour la dernière année une plus-value de 17,2 0/0.

Les charbonnages, les mines d'or, ont été aussi favorisés (1). La hausse n'a excepté en France que les

(1) L'action du capital du Canal de Suez a progressé de 4.500 à 5.000 en 1909, la part civile de Suez de 3.280 en janvier 1909 à 3.980 en mai 1910.

Voici la hausse de quelques actions d'électricité (plus importante que celle de leurs dividendes).

	janv. 1908	janv. 1909	janv. 1910
Edison	1.083	1.395	1.415
Compagnie générale d'électricité . .	720	795	979
Forces motrices du Rhône	595	565	617
Paris, distribution d'électricité . .		337	428
Electricité de Paris.	355	400	428
Thomson Houston	615	730	780
Jeumont.		280	436
Sté Havraise.	372	404	446

Parmi les Bourses étrangères, citons à Berlin la hausse de l'« Electricité générale ».

	janv. 1908	janv. 1909	janv. 1910
Crédit Lyonnais	1.190	1.210	1.381
Banque de Paris.	1.450	1.560	1.790
Union Parisienne.	700	721	933
Comptoir d'Escompte	690	705	792

Du 1^{er} au 20 janvier 1910, on pouvait en outre constater une avance qui, si elle avait continué, aurait donné pour les douze mois de 1910 une plus-value double peut-être de celle de 1909.

actions et obligations de chemins de fer ; en Angleterre, les consolidés et les actions de railways.

Nous préférons cet examen de la cote par compartiments aux statistiques d'ensemble. Ajoutons seulement, d'après l'*Economiste Européen*, que la valeur totale de 160 valeurs mobilières françaises, représentant 87 0/0 des titres cotés en France, était :

Au 31 décembre 1908, 58.195 millions.

— 1909, 59.677 millions

L'avance avait été de 2.55 0/0 et constituait un record. En Angleterre pour 387 valeurs observées par le *Banker's Magazine*, la plus-value avait atteint 1.387 millions de francs.

Enfin, en Allemagne, un index des actions cotées à Berlin donne le chiffre 147 en novembre 1908 et 163 en novembre 1909.

Cette hausse a-t-elle été continue ? Lente ou rapide ? Elle a eu lieu par étapes, comme toutes les hausses. Il y a des périodes, semaines ou quinzaines, de progression régulière, par exemple aux environs des échéances, avant les déclarations et dividendes, [et après le payement des coupons dont une partie est aussitôt remployée et comme cristallisée en nouveaux placements, accroissant ainsi la fortune nationale.

Pendant les mois de juillet et d'août, les financiers sont aux champs. Il y a peu d'affaires, les cours sont exposés à moins de fluctuations. On a pu le vérifier en 1909.

Les progrès d'un titre ne sont pas continus. Chaque jour une nouvelle valeur est à la mode ; oasis d'Égypte ou tramways du Mexique ; mine de Sibérie ou transport maritime. C'est, si l'on peut dire, le plat du jour à la Bourse. Après avoir constaté une différence de cours assez avantageuse pour eux, des acheteurs s'empressent de la mettre en portefeuille. Mais de nouvelles couches d'acheteurs, apprenant cette réaction insignifiante, en profitent et la cote reprend un nouvel élan. Quelques valeurs d'électricité, l'action du Suez, etc., ont monté ainsi par bonds.

Cette hausse, correspondant à un enrichissement réel, est avantageuse tant quelle n'est pas le résultat de cette fièvre de spéculation d' « overtrading », qui précède les crises et forme un état aussi critique que la crise même qu'elle annonce.

Telle fut, en 1909, la situation favorable des bourses en Amérique et en Europe, montrant qu'il n'y avait plus ni panique, ni dépression financière. Mais il manquait encore un véritable « boom ».

Un boom est, à la hausse tranquille des périodes d'accalmie, ce qu'est un torrent à une rivière, une cascade à un ruisseau. Il a éclaté soudain, déchaînant toutes les convoitises, encouragé par tous les « brokers » anglais qui ont voulu par là comme se prouver, à eux-mêmes et à leurs clients, la disparition des dernières traces de la crise de 1907.

Etiam periere ruinae . . .

Il y eut autrefois un « boom » des chemins de fer ; à une époque plus récente, un boom des mines d'or ; puis le cuivre eut un chapitre glorieux. On a pu contempler en 1910 une hausse extraordinaire du caoutchouc. Le caoutchouc a réveillé la spéculation somnolente. Or c'était l'une des marchandises qui avaient été les plus dépréciées pendant et après la crise de 1907.

« Le Para fin » qui avait coté 3 sh. et 3 sh. 5 d. comme cours extrêmes, a atteint en 1909 le prix de 9 sh. 6 d. et s'y est maintenu. Il n'en fallut pas davantage pour que tout Anglais en ouvrant le *Times* y lise chaque matin les prospectus de plusieurs sociétés caoutchoutières. Des plantations sont créées sous la forme de sociétés anonymes au Brésil, à Malacca, en Colombie, en Afrique. Elles ne rétribueront leur capital d'établissement que lorsque le caoutchouc aura commencé à baisser (1). Mais qu'importe aux souscripteurs qui espèrent revendre le lendemain avantageusement leurs certificats de souscription. Un journaliste pariait qu'il aurait lancé victorieusement une société de plantations de caoutchouc sur les bords de la Tunisie. Les employés

(1) Combien cet exemple vérifie les pronostics de U. Crocker, *op. cit.* « Whenever a new field for investment is opened which seems to promise large returns, capital will rush into it in large and excessive amounts. » On en a conclu toutefois avec exagération que les excès spéculatifs et les crises préparent l'avènement d'une organisation nouvelle. Il faut seulement remarquer que la spéculation permet les entreprises non rémunérées. Dans la liste officielle du « Stock-Exchange » on trouve £ 51 millions (1.275 millions de francs) de titres industriels qui ne rapportent aucun intérêt.

les ouvriers souscrivaient avec enthousiasme ces actions émises au prix modeste de 2 sh. ou d'une livre. Un commerçant de la Cité abandonna son négoce pour se livrer à la spéculation sur le caoutchouc. Dans une station hivernale, les convives d'un hôtel confortable, las des sports d'hiver, ont formé un syndicat qui spéculait lucrativement sur les fameuses « rubber shares ».

De tous les comtés de l'Angleterre, les ordres d'achat affluaient aux brokers. Ceux-ci, débordés, finirent par refuser de transmettre les nouveaux ordres. Les recettes des « jobbers » atteignaient une à cinq Livres par minute. Le marché des mines d'or était délaissé, tandis qu'on se pressait autour du rubber market, comme à un cirque.

Dans le sillage de ces titres, on essaya de lancer des valeurs pétrolifères et, par une étrange association, on fonda des trusts de pétrole et de caoutchouc.

Pour réaliser leurs bénéfices, les Anglais écoulèrent au marché de Paris quelques titres majorés.

L'action de la Société financière des caoutchoucs, laquelle avait bénéficié de ces spéculations, était cotée 130 francs au commencement de janvier ; compensée à 192 francs à la fin du mois de février, elle a atteint 440 francs après des écarts de 60 francs en une seule séance. Il fallut organiser un service d'ordre à la Banque de l' « Union Parisienne » le jour où l'on y souscrivit, les actions de l' « Eastern International Rubber ».

Cela durera-t-il jusqu'à l'automne ?

Quoi qu'il en soit, ces faits sont l'*indice le plus certain* de la *reprise de confiance* aux Bourses de Londres et de Paris.

Telles sont les preuves que la crise de 1907 a été oubliée dans ses plus extrêmes conséquences.

Tel a été le déroulement de plusieurs périodes bien caractérisées : une véritable panique durant plus de deux mois ; une période d'accalmie et de dépression pendant près d'une année, enfin une reprise d'activité mondiale qui s'accroît chaque jour davantage.

CONCLUSION

Nous avons analysé les principaux effets des troubles de 1907 aussi variés et étendus que peu durables.

Nous concluons que ces difficultés financières avaient une origine surtout spéculative (1). Elles se renouvellent périodiquement aux Etats-Unis et toujours sous la même forme. Aussi en analysant la crise de 1907, est-ce presque la « Crise Américaine » in abstracto que nous avons voulu décrire.

Parvenu au terme de cette étude, utilisant les leçons, les méthodes critiques que nous avons essayé d'en déduire, nous tenterons de répondre à cette question : une autre crise est-elle prochaine ?

Les avis exprimés ne sont point unanimes. M. Paul Leroy-Beaulieu croit que l'intérêt, en légère progression depuis 1900, fléchira bientôt. M. Alfred Neymarck prévoit une demande importante de capitaux par l'industrie. D'après le *Statist* de Londres, étant donnée l'activité nouvelle, le loyer actuel de l'argent sera maintenu

(1) « Alle Krisen, écrit M. Andreas Voigt, sind nach meine überzeugung SpekulationsKrisen in der eine oder andere Weise, direkt oder indirekt. Die letzte krise war in amerika sicher eine direkte spekulations krise. » (Toutes les crises sont directement ou indirectement des crises de spéculation. La dernière, en Amérique, fut, certes, directement une crise de spéculation.)

et les capitaux renchériront, comme de coutume, à l'automne (1).

Nous dirons, si l'on nous permet d'exprimer notre opinion réfléchie, que nous avons trouvé des preuves de confiance, d'activité, de crédit nouveau, suffisantes pour croire la crise de 1907 bien terminée.

On éprouve encore aux Etats-Unis des appréhensions, des émotions financières, des incidents de Bourse journaliers. L'augmentation des prix qui ont atteint leur niveau d'avant la panique, les variations des récoltes, dues aux intempéries, la production croissante du cuivre, les prêts immobiliers consentis par les banques nationales, la nécessité de s'adresser aux Bourses européennes pour des émissions de nouveaux titres, constituent des causes non négligeables de nouveaux désordres. Nous croyons cependant peu vraisemblables avant sept ou huit ans, une disette d'or, une raréfaction des capitaux comparables à celles de 1907.

Nous sommes, d'autre part, persuadé que par la richesse de leur sol et leur sens pratique de la vie matérielle, sera justifiée la confiance des Américains dans leur grand avenir économique (2).

(1) « Die augenblickliche geschäftslage est noch keineswegs günstig ; sie schwankt sehr » (A. Voigt) (La situation actuelle n'est aucunement favorable. Elle est très chancelante).

(2) Il suffit pour s'en convaincre de songer aux audaces des Américains, par exemple au « Great Ocean Railway » (chemin de fer de l'Océan) construit pour 228 millions de francs de récif en récif dans le Détroit de la Floride.

Une baisse sensible de l'intérêt est peu probable. Les emprunts des Etats, dont la dette consolidée et surtout la dette flottante s'accroissent constamment, les nécessités industrielles, les demandes de capitaux par les chemins de fer américains ne diminueront pas.

Les profits que réalisent les établissements de crédit par les émissions nouvelles et l'escompte du portefeuille commercial seront plus importants en 1910-1911 qu'en 1908-1909.

Nous croyons, d'autre part, à un fléchissement graduel de la production aurifère qui a déjà subi comme un léger ralentissement (1).

Des difficultés résulteront des immobilisations de capitaux par l'agriculture américaine, du marché des métaux (2), des billets émis en plus grande abondance par les banques des Etats-Unis.

Notre conclusion sera, en observant les réserves formulées au commencement de cet essai, que le taux d'escompte à la Banque d'Angleterre oscillera souvent, en 1910-1911, entre 3 et $4\frac{1}{2}$ 0/0, et à la Banque de France sera aussi fixe qu'en 1909. Ayant maintenu un faible taux à l'automne dernier, elle le pourra probablement encore en 1910.

(1) Les actionnaires de la « Ferreira Gold », l'une des principales mines du « Rand », ont probablement reçu leur dernier dividende de 120 shillings.

(2) Les spéculateurs escomptent des demandes de cuivre considérables pour l'électrification des chemins de fer. Ces espérances sont bien vagues.

Nous dirons aussi que la hausse continuera à la Bourse pendant quelques mois encore et qu'aucune crise ne semble proche.

« Dans une certaine mesure, nous a écrit M. C. J. Bullock, la panique de 1907 paraît avoir vérifié la loi de périodicité des crises. De 1893 à 1908 s'est écoulé un cycle de 14 ans et l'on trouve pendant ce cycle les troubles intermédiaires et moins importants de 1903. Je doute qu'il soit légitime de craindre un retour immédiat de difficultés comparables à celles de 1907, mais je ne doute pas qu'à la fin du cycle habituel de 15 ou 20 ans, il n'y ait une nouvelle panique.

« Sera-t-elle due à de grandes émissions d'actions ou à de vastes opérations sur le cuivre ou d'autres marchandises d'entrepôts ? Je ne puis le prédire. » M. A. Noyes a remarqué aussi la distance relativement brève qui sépare 1907 de 1893.

Les quelques années prochaines s'écouleront probablement sans crise, mais on ne peut espérer une période de dix ou quinze années sans perturbations financières.

Les crises, dues partiellement aux méthodes industrielles actuelles, deviennent plus fréquentes ; et elles sont aussi plus générales, le mécanisme économique et financier de la vie moderne, en devenant plus complexe et plus parfait, devenant aussi plus compliqué.

Et nous terminons par ces présages, cette étude en

treprise avec un intérêt très vif et très naturel, puisqu'elle concerne le capital et l'or, cette chose très vile et toujours désirée par les Etats et par les hommes qui se bousculent et s'écrasent à la conquête des dollars.

Vu :

Le Président de la thèse,

TRUCHY.

Vu :

Le Doyen,

P. CAUVÈS.

Vu et permis d'imprimer :

Le Vice-Recteur de l'Académie de Paris,

Pour le Vice-Recteur, l'Inspecteur de l'Académie,

FONTAINE.

TABLE DES MATIÈRES

INDEX BIBLIOGRAPHIQUE.	Pages VII
INTRODUCTION.	4

CHAPITRE PREMIER

L'activité économique avant la crise.

L'intensité du commerce et l'activité industrielle en 1906-1907. — Exagération des émissions aux Etats-Unis. — Pouvait-on pré- dire la crise ? — Les pronostics des financiers.	13
---	----

CHAPITRE II

Les premiers symptômes de tension financière.

La panique égyptienne. — Autres perturbations financières. — La situation aux Etats-Unis. — La balance du commerce et le discrédit américain. — L'agriculture capitaliste des Etats-Unis et les demandes monétaires après les récoltes. — La baisse du cuivre ; importance de ce métal. — Les craintes d'intervention contre les trusts. — L'abondance des dépôts de banques et leurs faibles garanties. — La loi violée dans son esprit. — L'emploi des dépôts en prêts aux spéculateurs. — La suprématie de New- York	27
---	----

CHAPITRE III

Les difficultés financières à la veille de la crise.

L'hésitation des Bourses en octobre 1907. — Les ventes d'actions de chemins de fer. — Pourquoi ces titres sont spéculatifs. — Le « Stock-Exchange » pendant les 14 et 16 octobre. — Explica- tion de l'importance des transactions à New-York. — Les Bourses	
---	--

européennes à cette époque. — Otto Heinze expulsé du « Stock-Exchange ». — « Statement » favorable aux banques de New-York	56
--	----

CHAPITRE IV

La panique.

Ch. W. Morse et ses entreprises. — Le contrôle des banques par quelques agioteurs. — La nuit du 19 octobre. — Démission de M. Barney. — Le « run » du « Knickerbocker ». — Le discours de M. Roosevelt. — La séance du 22 octobre au « Stock-Exchange ». — Le « Trust Company of America ». — L'impression dans les Etats. — Achats de titres au comptant. — L'agitation des Bourses européennes. — Panique à Rotterdam. — Les Banques réclament un préavis. — M. Cortelyou. — L'optimisme officiel. — La clôture du 24	69
---	----

CHAPITRE V

Les conséquences de la panique.

Les faillites en novembre. — Difficultés dans les Etats (Texas, San-Francisco, etc.). — La pénurie d'or. — Dépôts du Trésor. — Exportations de coton. — Les réductions de salaires. — L'exode des ouvriers	110
--	-----

CHAPITRE VI

La Disette d'or.

Emission de monnaie fiduciaire. — Le Hoarding. — Anecdotes et statistiques. — Les remèdes. — Nouvelle émission de bank-notes. — Les Panama Bonds. — Les Clearing-House certificates. — Importation d'or européen. — Négociations avec la Banque de France. — Ventes en Europe d'obligations américaines. — Elévation universelle du taux de l'escompte. — La situation en Allemagne. — Les faillites de décembre. — La Banque de Kansas-City. — Résumé et premières conclusions. — Le rôle de l'Etat dans la crise de 1907.	122
---	-----

CHAPITRE VII

Les réformes proposées.

Projet de conférence internationale. — La garantie des dépôts de banque. — Projets de contrôle et de réforme du « Stock-Exchange ». — Le problème de l'émission. — Son importance historique. — Les solutions proposées. — La « Banque Centrale ». — Principaux arguments invoqués. — Objections politiques. — Conclusion.	149
--	-----

CHAPITRE VIII

La solution de la crise.

La situation générale à la fin de 1907. — La dépréciation des articles de luxe. — Richesse agricole des Etats-Unis. — Fin naturelle de la crise	171
---	-----

CHAPITRE IX

La reprise des affaires après la panique.

La dépression économique de 1908. — Ralentissement de la production du commerce et de la navigation. — L'abondance de l'or. — Augmentation de l'encaisse et des dépôts dans les banques. — Hausse des fonds d'Etat. — Reprise des affaires en 1909. — Ses causes générales: Prospérité nouvelle des Etats-Unis. — Crédit des américains. — Production aurifère. — Nouvelles forces productives. — Les principaux indices de la reprise d'activité. — Hausse des prix aux Etats-Unis et en Europe. — Accroissement du portefeuille commercial. — Emissions de billets de banque. — Recettes des chemins de fer. — Emissions de valeurs mobilières. — Hausse de Bourse. — Comment l'étudier. — Psychologie des Bourses. — Le « boom » du caoutchouc.	178
CONCLUSION	208



Imp. J. Thevenot, Saint-Dizier (Haute-Marne)